BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– May 2001 –

Summary

At this time, the key issue in the conduct of monetary policy in Canada is the extent of the current slowdown in the pace of economic activity stemming primarily from developments in the United States.

The slowdown in Canada's economic growth late last year and in the first half of 2001 has been greater than expected, and the automotive, electrical, and electronic manufacturing sectors in particular have had to make significant adjustments. It remains the Bank's view that after a first-half slowdown, economic growth will pick up in the second half of the year and in 2002.

The latest economic and financial developments support this view. Recent data point to continued growth in overall activity. In addition, current developments are consistent with the view that weakness associated with an inventory adjustment will be concentrated in the first half, that business investment in new technology will continue, and that the easing in monetary conditions will support growth.

Consistent with this projection for output growth, the Bank sees the development of some downward pressure on core inflation, which will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of this year. The anticipated downward pressure on core inflation this year should reverse through 2002 as the economy expands at a rate above its growth potential.

Highlights

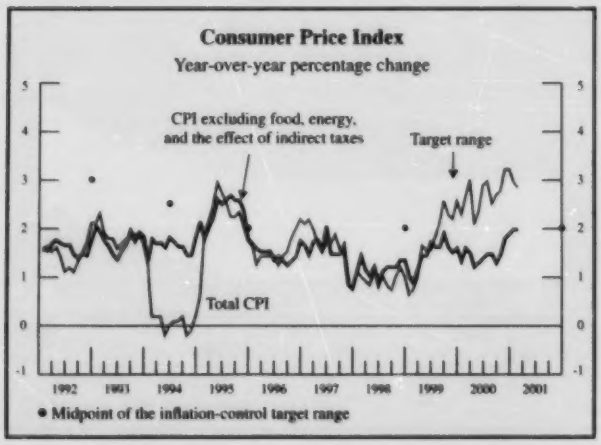
- After slowing in the first half of 2001, economic growth in Canada is expected to pick up in the second half and rise somewhat further in 2002 to slightly above the economy's growth potential.
- As a result of slowing activity and the associated downward pressure on inflation, core inflation will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of 2001.
- In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, and core inflation should move back to 2 per cent towards the end of the year.
- The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001.
- The main risk to this outlook is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated.

The main risk to this outlook for the Canadian economy is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated. For example, if consumer and business confidence in the United States does not improve, this could lead to weaker consumption and investment spending. The Bank will have to monitor developments in this area closely.

Another development that the Bank will have to watch closely because of its possible implications for aggregate demand and inflation in Canada is the shift in international financial market sentiment that has led to a strengthening of the U.S. dollar against the Canadian dollar and other currencies.

Recent Economic and Financial Developments

After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters of 2000, the pace of economic expansion in Canada has slowed to a rate below the economy's growth potential. In the fourth quarter of 2000, real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.



Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, primarily reflecting increases in energy prices over the past year.

The increase in the core rate is consistent with the view that signs of excess demand emerged in product markets in the second half of 2000. The full range of indicators that the Bank monitors suggests that the economy was operating at, or slightly above, full capacity at the end of last year.

However, given the sharp slowing we have seen in the pace of activity, these pressures on capacity have eased since last autumn with the economy expected to be operating somewhat below capacity by mid-2001.

In light of this slowdown and movement towards a position of excess supply, the Bank of Canada lowered its Bank Rate by 25 basis points on the 23 January announcement date, by 50 basis points on 6 March, and by an additional 25 basis points on 17 April. These actions brought the Bank Rate down to 5.0 per cent and the target for the overnight rate to 4.75 per cent. These moves were aimed at keeping inflation close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range over the medium term.

Developments in financial markets have generally been consistent with expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada. Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000 and subsequently

101-04351/

widened out. But this also reflects an increased preference for U.S. assets on the part of global investors who have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of market uncertainty.

This swing in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this shift in sentiment: volatile global equity markets; the slowing global economy; economic and financial difficulties in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

As a result of these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm.

With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the November *Report*.

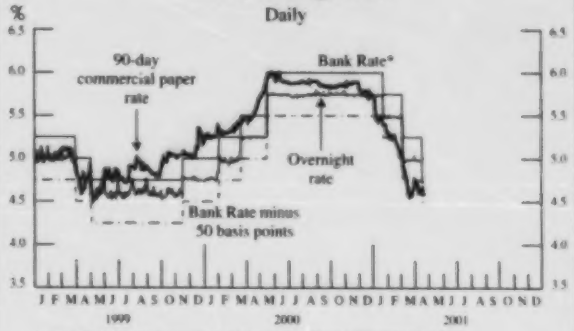
The Outlook for Inflation

With inflation expectations solidly anchored around 2 per cent, the outlook for inflation depends on the balance between demand and supply in the Canadian economy. This balance is strongly influenced by external developments.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down, primarily reflecting the abrupt slowdown in the United States.

The Bank's projection for the United States is for economic growth of between 1.0 and 2.0 per cent this year, on an annual average basis, with growth in the second half of the year averaging 2.0 to 3.0 per cent. In 2002, the Bank projects U.S. economic growth of 2.5 to 3.5 per cent.[1] A number of factors, including declines in interest rates, are expected to lead to this rebound. As noted earlier, however, there are risks that the U.S. slowdown could be more protracted than projected.

90-Day Commercial Paper Rate, the Bank Rate, and the Overnight Rate



* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

For Canada, the Bank continues to see a strengthening in economic activity in the second half of this year and in 2002. This view reflects several factors: a second-half rebound in the U.S. economy; completion of the current inventory correction; continued investment in new technology by businesses; recent tax cuts; and the easing in domestic monetary conditions.

Since the February *Update*, the economic information on the first half of 2001 has been mixed, with both positive and negative indicators. On balance, the data confirm the slowdown in the first half of the year anticipated in the *Update*. It now looks as if growth over the first six months will average between 1.25 and 2.25 per cent. For the second half of the year, we see growth picking up significantly to between 2.5 and 3.5 per cent.

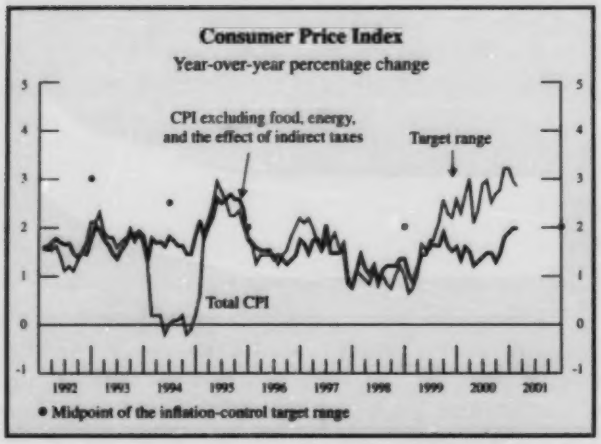
1. The midpoint of the Bank's projection range for 2001 is slightly below the latest consensus U.S. forecast. For 2002, it is very close to the consensus.

The main risk to this outlook for the Canadian economy is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated. For example, if consumer and business confidence in the United States does not improve, this could lead to weaker consumption and investment spending. The Bank will have to monitor developments in this area closely.

Another development that the Bank will have to watch closely because of its possible implications for aggregate demand and inflation in Canada is the shift in international financial market sentiment that has led to a strengthening of the U.S. dollar against the Canadian dollar and other currencies.

Recent Economic and Financial Developments

After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters of 2000, the pace of economic expansion in Canada has slowed to a rate below the economy's growth potential. In the fourth quarter of 2000, real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.



Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, primarily reflecting increases in energy prices over the past year.

The increase in the core rate is consistent with the view that signs of excess demand emerged in product markets in the second half of 2000. The full range of indicators that the Bank monitors suggests that the economy was operating at, or slightly above, full capacity at the end of last year.

However, given the sharp slowing we have seen in the pace of activity, these pressures on capacity have eased since last autumn with the economy expected to be operating somewhat below capacity by mid-2001.

In light of this slowdown and movement towards a position of excess supply, the Bank of Canada lowered its Bank Rate by 25 basis points on the 23 January announcement date, by 50 basis points on 6 March, and by an additional 25 basis points on 17 April. These actions brought the Bank Rate down to 5.0 per cent and the target for the overnight rate to 4.75 per cent. These moves were aimed at keeping inflation close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range over the medium term.

Developments in financial markets have generally been consistent with expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada. Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000 and subsequently

101-04351/

widened out. But this also reflects an increased preference for U.S. assets on the part of global investors who have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of market uncertainty.

This swing in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this shift in sentiment: volatile global equity markets; the slowing global economy; economic and financial difficulties in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

As a result of these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm.

With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the November *Report*.

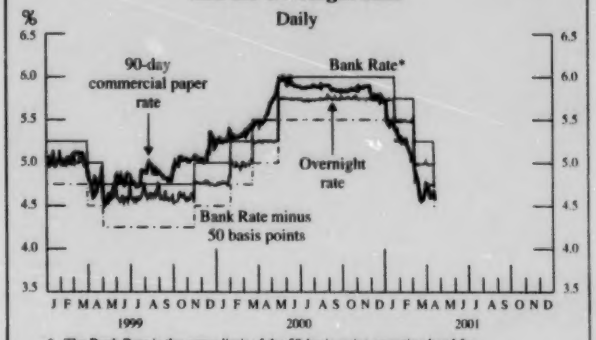
The Outlook for Inflation

With inflation expectations solidly anchored around 2 per cent, the outlook for inflation depends on the balance between demand and supply in the Canadian economy. This balance is strongly influenced by external developments.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down, primarily reflecting the abrupt slowdown in the United States.

The Bank's projection for the United States is for economic growth of between 1.0 and 2.0 per cent this year, on an annual average basis, with growth in the second half of the year averaging 2.0 to 3.0 per cent. In 2002, the Bank projects U.S. economic growth of 2.5 to 3.5 per cent.[1] A number of factors, including declines in interest rates, are expected to lead to this rebound. As noted earlier, however, there are risks that the U.S. slowdown could be more protracted than projected.

90-Day Commercial Paper Rate, the Bank Rate, and the Overnight Rate



* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

For Canada, the Bank continues to see a strengthening in economic activity in the second half of this year and in 2002. This view reflects several factors: a second-half rebound in the U.S. economy; completion of the current inventory correction; continued investment in new technology by businesses; recent tax cuts; and the easing in domestic monetary conditions.

Since the February *Update*, the economic information on the first half of 2001 has been mixed, with both positive and negative indicators. On balance, the data confirm the slowdown in the first half of the year anticipated in the *Update*. It now looks as if growth over the first six months will average between 1.25 and 2.25 per cent. For the second half of the year, we see growth picking up significantly to between 2.5 and 3.5 per cent.

1. The midpoint of the Bank's projection range for 2001 is slightly below the latest consensus U.S. forecast. For 2002, it is very close to the consensus.

-1

Based on this first-half/second-half profile, together with the downward revision to GDP in 2000, the Bank's projection for economic growth in 2001 (on an annual average basis) has been revised down to between 2.0 and 3.0 per cent. The pace of activity in 2002 is expected to be somewhat stronger than in the second half of 2001, with the economy expanding at a rate slightly above the Bank's estimate of potential output growth of 3 per cent.[2]

The expected re-emergence of excess supply in the economy this year should contribute to downward pressure on core inflation during the rest of 2001. Two factors, however, are expected to limit the impact of excess supply on the core rate this year. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent—about the same as the current level of core inflation. Second, wage increases are expected to remain steady, or possibly even edge up if current pressures in some sectors and professions become more widespread, while productivity growth may ease, thus putting upward pressure on unit labour costs.

On balance, it seems likely that core inflation over the remainder of this year will average somewhat below 2 per cent. In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, and core inflation should move back to 2 per cent by the end of the year.

The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001 on the assumption that world energy prices remain close to current levels.

2. This outlook is not materially affected by forthcoming changes in the measurement of GDP. (See Technical Box 3 in the full *Report* for more details.)

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2001 –

Sommaire

La grande inconnue de l'heure pour les responsables de la conduite de la politique monétaire au Canada concerne l'ampleur du ralentissement actuel de l'activité, lequel est attribuable principalement à la conjoncture aux États-Unis.

La décélération de la croissance économique observée au Canada à la fin de l'année dernière et au premier semestre de 2001 a été plus prononcée que prévu, et les secteurs de l'automobile et de la fabrication de produits électriques et électroniques en particulier ont dû procéder à des ajustements importants. La Banque reste d'avis que ce fléchissement sera suivi d'une accélération de l'expansion au deuxième semestre et en 2002.

L'évolution économique et financière récente appuie ce point de vue. Les dernières données témoignent d'une poursuite de la croissance dans l'ensemble de l'économie. En outre, la tournure actuelle des événements vient conforter l'opinion voulant que la faiblesse associée à la correction des stocks se concentrera au premier semestre, que les entreprises continueront d'investir dans les nouvelles technologies et que l'assouplissement des conditions monétaires favorisera l'expansion de l'économie.

Sur la foi de la croissance escomptée de la production, la Banque prévoit l'apparition de certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait s'établir à un taux moyen légèrement inférieur à 2 % durant le reste de l'année. Comme

Faits saillants

- Après avoir ralenti au premier semestre de 2001, l'expansion au Canada devrait s'accélérer au second semestre et se raffermir encore quelque peu en 2002 pour dépasser légèrement le taux de croissance potentiel de l'économie.
- Compte tenu du tassement de l'activité et des pressions à la baisse sur l'inflation qui l'accompagnent, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne un peu au-dessous de 2 % pour le reste de l'année.
- En 2002, comme l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % vers la fin de l'année.
- Le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.
- Le principal risque qui pèse sur ces perspectives est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu.

l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.

De plus, elle devra prêter une attention particulière au changement d'humeur sur les marchés financiers internationaux, qui s'est traduit par l'appréciation du dollar É.-U. vis-à-vis du dollar canadien et des autres monnaies, en raison de ses répercussions possibles sur l'évolution de la demande globale et de l'inflation au Canada.

L'évolution économique et financière récente

Après s'être chiffré à 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2000, le rythme de l'expansion au Canada est descendu au-dessous du taux de croissance potentiel de l'économie. Au quatrième trimestre, le PIB réel du pays n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel. Les données dont nous disposons actuellement indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés au chapitre de la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

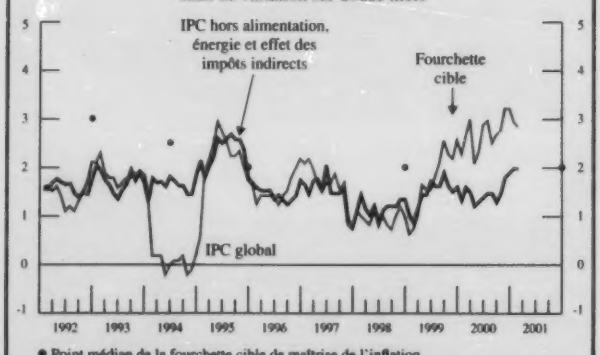
Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

La montée de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte l'opinion selon laquelle le marché des biens et services commençait à être aux prises avec une demande excédentaire au second semestre de 2000. Il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés par la Banque que l'économie fonctionnait, à la fin de cette période, à pleine capacité sinon au-delà.

Toutefois, les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont atténuées depuis l'automne, étant donné la baisse de régime prononcée qui a été observée; l'économie canadienne devrait donc tourner un peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de cette année.

Compte tenu de cet essoufflement de la croissance et de l'apparition attendue d'une situation d'offre excédentaire, la Banque du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à la date d'annonce préétablie du 23 janvier, de 50 points de base à celle du 6 mars et de 25 points additionnels à celle du 17 avril. Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du financement à un jour, à 4,75 %. Ces interventions avaient pour objet de maintenir l'inflation à moyen terme près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.

Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

L'évolution des marchés financiers a généralement été conforme aux attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada. Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Mais cette évolution est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, les difficultés économiques et financières éprouvées dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macroéconomiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a baissé, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme, toutefois, par rapport aux autres grandes monnaies.

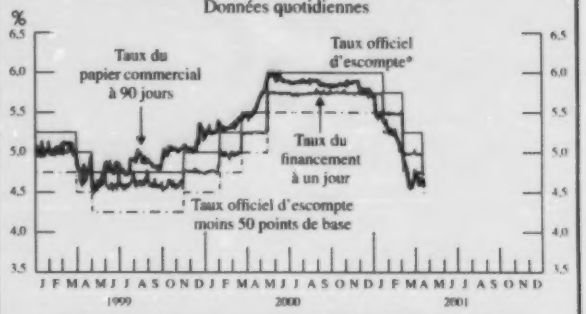
Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre.

Les perspectives en matière d'inflation

Les attentes d'inflation étant bien arrimées autour de 2 %, les perspectives à ce chapitre sont tributaires de l'équilibre entre l'offre et la demande au sein de l'économie canadienne, lequel est très sensible aux facteurs extérieurs.

Taux du papier commercial à 90 jours, taux officiel d'escompte et taux du financement à un jour

Données quotidiennes



* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse, principalement par suite du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis.

La Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %[1]. Un certain nombre de facteurs, notamment la baisse des taux d'intérêt, devraient contribuer à relancer l'activité. Toutefois, comme nous l'avons déjà mentionné, le ralentissement de l'économie américaine risque de durer plus longtemps que prévu.

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur plusieurs facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction actuelle des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions

1. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'entendent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.

De plus, elle devra prêter une attention particulière au changement d'humeur sur les marchés financiers internationaux, qui s'est traduit par l'appréciation du dollar É.-U. vis-à-vis du dollar canadien et des autres monnaies, en raison de ses répercussions possibles sur l'évolution de la demande globale et de l'inflation au Canada.

L'évolution économique et financière récente

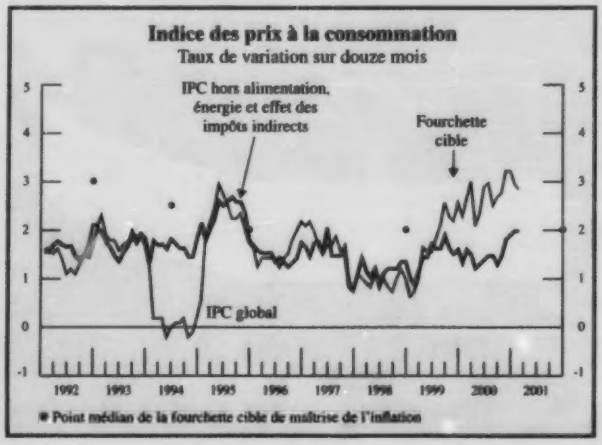
Après s'être chiffré à 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2000, le rythme de l'expansion au Canada est descendu au-dessous du taux de croissance potentiel de l'économie. Au quatrième trimestre, le PIB réel du pays n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel. Les données dont nous disposons actuellement indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés au chapitre de la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

La montée de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte l'opinion selon laquelle le marché des biens et services commençait à être aux prises avec une demande excédentaire au second semestre de 2000. Il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés par la Banque que l'économie fonctionnait, à la fin de cette période, à pleine capacité sinon au-delà.

Toutefois, les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont atténuées depuis l'automne, étant donné la baisse de régime prononcée qui a été observée; l'économie canadienne devrait donc tourner un peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de cette année.

Compte tenu de cet essoufflement de la croissance et de l'apparition attendue d'une situation d'offre excédentaire, la Banque du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à la date d'annonce préétablie du 23 janvier, de 50 points de base à celle du 6 mars et de 25 points additionnels à celle du 17 avril. Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du financement à un jour, à 4,75 %. Ces interventions avaient pour objet de maintenir l'inflation à moyen terme près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.



L'évolution des marchés financiers a généralement été conforme aux attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada. Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Mais cette évolution est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, les difficultés économiques et financières éprouvées dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macroéconomiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a baissé, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme, toutefois, par rapport aux autres grandes monnaies.

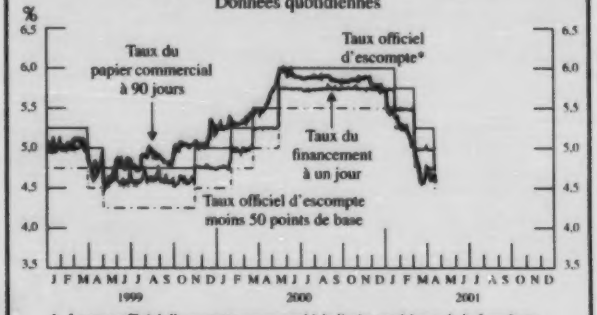
Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre.

Les perspectives en matière d'inflation

Les attentes d'inflation étant bien arrimées autour de 2 %, les perspectives à ce chapitre sont tributaires de l'équilibre entre l'offre et la demande au sein de l'économie canadienne, lequel est très sensible aux facteurs extérieurs.

Taux du papier commercial à 90 jours, taux officiel d'escompte et taux du financement à un jour

Données quotidiennes



* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse, principalement par suite du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis.

La Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %[1]. Un certain nombre de facteurs, notamment la baisse des taux d'intérêt, devraient contribuer à relancer l'activité. Toutefois, comme nous l'avons déjà mentionné, le ralentissement de l'économie américaine risque de durer plus longtemps que prévu.

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur plusieurs facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction actuelle des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions

1. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'entendent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

d'impôt et l'assouplissement des conditions monétaires au pays.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de février, les indicateurs économiques pour les six premiers mois de 2001 sont partagés; certains sont favorables et d'autres non. De façon générale, ils confirment le ralentissement qui avait été prévu dans la *Mise à jour* pour le premier semestre. Il semble maintenant que la croissance économique durant cette période se chiffrera, en moyenne, entre 1,25 et 2,25 %. Au deuxième semestre, nous prévoyons que le rythme de progression de l'économie connaîtra une nette accélération pour se situer entre 2,5 et 3,5 %.

Étant donné le profil de croissance anticipé aux premier et second semestres de l'année ainsi que la révision à la baisse des chiffres du PIB pour 2000, la Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'expansion économique pour 2001 (en moyenne annuelle), pour l'établir entre 2,0 et 3,0 %. En 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait être un peu plus élevé que celui attendu au deuxième semestre de 2001, et l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que nous évaluons à 3 %[2].

La résurgence anticipée d'une offre excédentaire au sein de l'économie cette année devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de celui-ci devrait remonter à 2 % d'ici la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

2. On ne croit pas que ces prévisions seront touchées de façon sensible par l'adoption prochaine d'une nouvelle mesure du PIB. (Voir la Note technique 3 dans la version intégrale du *Rapport* pour de plus amples renseignements à ce sujet.)

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario) K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– May 2001 –

The 1985 silver dollar on the cover was designed by Karel Roblicek and marks the 100th anniversary of Canada's National Parks. The national parks system began in November 1885 when 26 square kilometres on the north slope of Sulphur Mountain were set aside for public use. This was the beginning of what is now Banff National Park. The Dominion Parks Branch, the world's first distinct bureau of national parks, was formed in 1911, and the National Parks Act was passed in 1930. There are currently 39 national parks and national park reserves (areas designated to become parks).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4516
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 2001 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

As we look ahead through this year and into 2002, the Bank remains positive about Canada's economic prospects . . . . Canada's economic fundamentals are sound—in fact, they are the best they have been in nearly 30 years. Canada continues to benefit from a climate of low, stable, and predictable inflation.

David Dodge
Governor of the Bank of Canada
Opening Statement before the
Standing Senate Committee on Banking,
Trade and Commerce
28 March 2001

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 16

Policy actions and financial market developments 16
Other financial developments 18

4. The Outlook for Inflation 20

International background 20
Aggregate demand and supply in Canada 22
Measures of inflation expectations 23
Other factors affecting inflation 26
Projections from monetary aggregates 26
Inflation projection 28

5. Conclusions 29

Bibliography 30

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in income and employment.

The monetary policy instrument

- Since December 2000, announcements regarding the Bank's policy instrument—its operating band for the overnight interest rate—are taking place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.

- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.

- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of anticipated persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

At the time of the November 2000 *Monetary Policy Report*, although signs of the anticipated slowing of the U.S. economy were becoming apparent, the momentum of the global economy was considered strong.

The slowdown in the U.S. economy has been greater than expected . . .

The U.S. slowdown has, in fact, turned out to be more pronounced than expected, and, largely as a consequence, growth in global demand has been weaker than projected. A weaker global economy, together with declines in energy prices from earlier peaks, has reduced the risk of inflationary pressures worldwide.

. . . contributing to lower economic growth in Canada in the first half of 2001 than was projected last November.

The abrupt easing in the pace of U.S. economic expansion, particularly in the markets for motor vehicles and for information and telecommunications equipment, contributed importantly to a slowing in economic growth in Canada towards the end of last year and into 2001. The pace of expansion in both the U.S. and Canadian economies during the first half of this year is now projected to be much weaker than expected last November, as inventory imbalances in those sectors experiencing weaker demand are corrected. As a result, the Canadian economy will probably be operating somewhat below capacity by mid-2001, suggesting some downward pressure on core CPI inflation over the remainder of the year.

As a result, some downward pressure on core inflation is expected over the remainder of the year.

To support a rebound in the growth of aggregate demand in the second half of this year and in 2002, the Bank of Canada lowered its Bank Rate by 25 basis points on the 23 January announcement date, by 50 basis points on 6 March, and by 25 basis points on 17 April. These actions brought the Bank Rate down to 5.0 per cent and the target for the overnight rate to 4.75 per cent. These moves were consistent with the policy objective of keeping inflation close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range over the medium term.

The Bank has lowered the Bank Rate by a total of 100 basis points, consistent with the policy objective of keeping inflation close to the 2 per cent midpoint.

The main uncertainty facing the Canadian economy is the timing and strength of the rebound in the U.S. economy. While the Bank expects a significant pickup in U.S. growth in the second half of 2001 and some further strengthening in 2002, the abruptness and extent of the slowdown highlight the downside risk that the rebound in aggregate demand in the United States may take longer to take hold.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 17 April 2001.

2. Recent Developments in Inflation

Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, reflecting primarily the increases in energy prices over the past year.

Inflation and the target range

Core inflation has moved up to the midpoint of the target range . . .

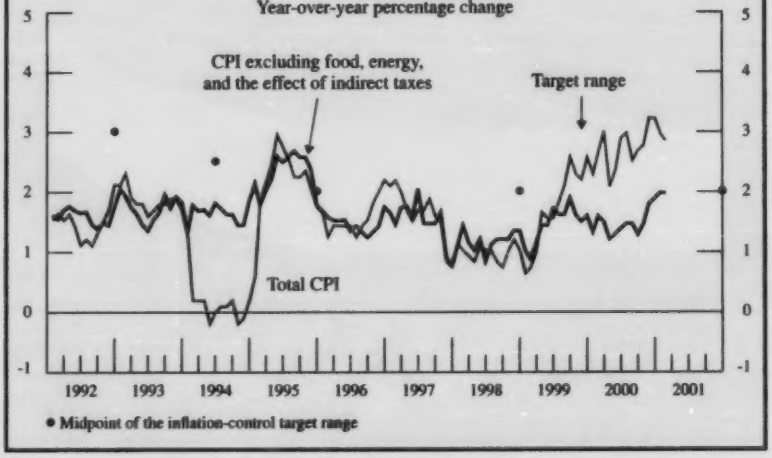
The 12-month rate of increase in the core CPI was 2.0 per cent in February, up from 1.3 per cent last September and marginally higher than projected in the November *Report* (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation were just below the core rate (Chart 2).

The rise in the core rate of inflation over the past six months was broadly based among the major components of the core CPI.

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



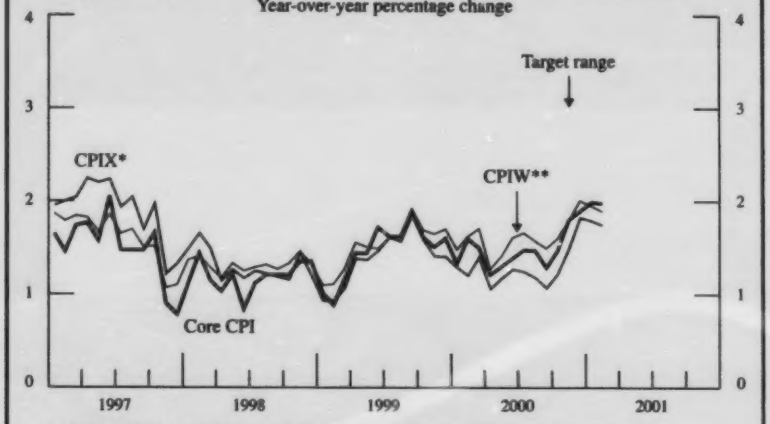
. . . while the total CPI has remained close to 3 per cent.

The 12-month rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent since last autumn, reflecting large increases in energy prices over the year. While the rate of increase in fuel oil and gasoline prices has eased over this period, tight supplies of natural gas have led to a substantial jump in overall energy

Chart 2

Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components.

** CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

prices.[1] Food prices have also risen considerably in recent months, particularly for beef, pork, and vegetables.

To date, the pass-through of first-round effects from higher energy costs to the core CPI have remained small. The estimated effect was less than 0.1 per cent over the past year and was most evident in the prices of both local and air transportation.

The surge in the prices of Canada's energy commodities between the end of 1999 and the end of 2000 helps to account for the substantial rise over that period in the chain price index for GDP relative to the core CPI (Chart 3).

The prices of non-energy commodities, after easing between May and October of last year, have remained steady in recent months (Chart 4). The slowdown in world economic growth contributed to a further decrease in the prices of metals and pulp, but livestock prices have moved up in response to strengthening demand and reduced supplies in Europe (owing to foot-and-mouth disease).

1. In Alberta, consumer costs for natural gas were held down between January and April by a provincial government assistance program. Electricity prices in British Columbia were kept down between February and April by a special provincial government credit, while electricity prices in Alberta will also be lower throughout 2001 as a result of an Alberta government rebate. These credits are estimated to have reduced the year-over-year change in the national CPI by about 0.3 percentage points in the first quarter of 2001.

2. Recent Developments in Inflation

Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the mid-point of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, reflecting primarily the increases in energy prices over the past year.

Inflation and the target range

Core inflation has moved up to the midpoint of the target range . . .

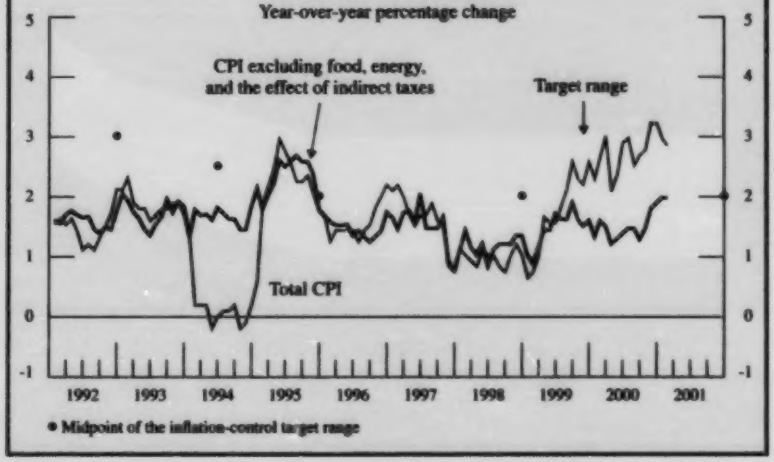
The 12-month rate of increase in the core CPI was 2.0 per cent in February, up from 1.3 per cent last September and marginally higher than projected in the November *Report* (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation were just below the core rate (Chart 2).

The rise in the core rate of inflation over the past six months was broadly based among the major components of the core CPI.

Chart 1

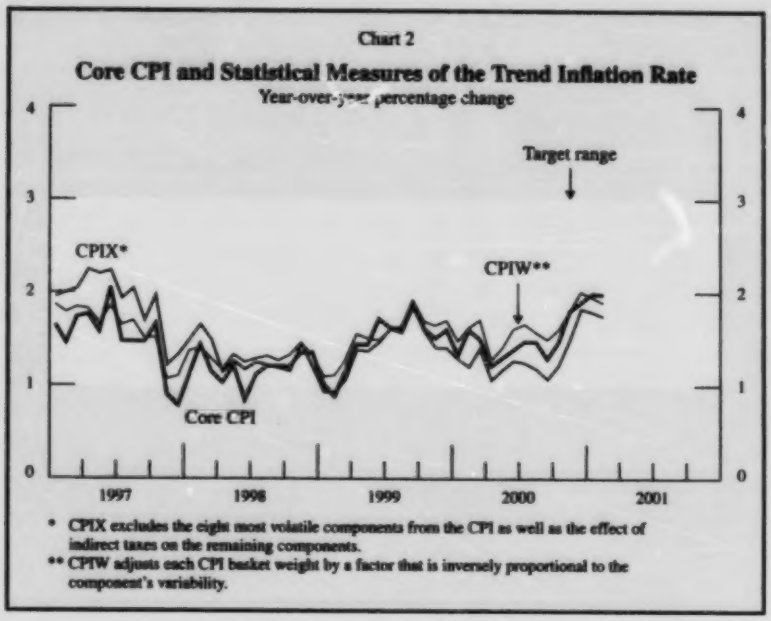
Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



. . . while the total CPI has remained close to 3 per cent.

The 12-month rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent since last autumn, reflecting large increases in energy prices over the year. While the rate of increase in fuel oil and gasoline prices has eased over this period, tight supplies of natural gas have led to a substantial jump in overall energy



prices.[1] Food prices have also risen considerably in recent months, particularly for beef, pork, and vegetables.

To date, the pass-through of first-round effects from higher energy costs to the core CPI have remained small. The estimated effect was less than 0.1 per cent over the past year and was most evident in the prices of both local and air transportation.

The surge in the prices of Canada's energy commodities between the end of 1999 and the end of 2000 helps to account for the substantial rise over that period in the chain price index for GDP relative to the core CPI (Chart 3).

The prices of non-energy commodities, after easing between May and October of last year, have remained steady in recent months (Chart 4). The slowdown in world economic growth contributed to a further decrease in the prices of metals and pulp, but livestock prices have moved up in response to strengthening demand and reduced supplies in Europe (owing to foot-and-mouth disease).

1. In Alberta, consumer costs for natural gas were held down between January and April by a provincial government assistance program. Electricity prices in British Columbia were kept down between February and April by a special provincial government credit, while electricity prices in Alberta will also be lower throughout 2001 as a result of an Alberta government rebate. These credits are estimated to have reduced the year-over-year change in the national CPI by about 0.3 percentage points in the first quarter of 2001.

Chart 3

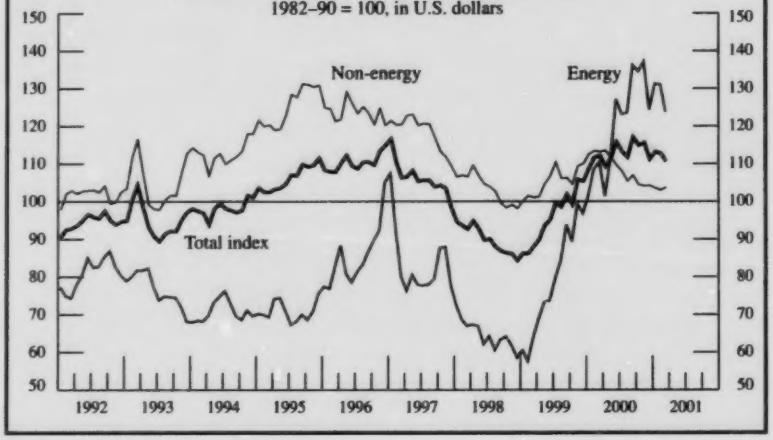
Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

Chart 4

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



Factors at work on inflation

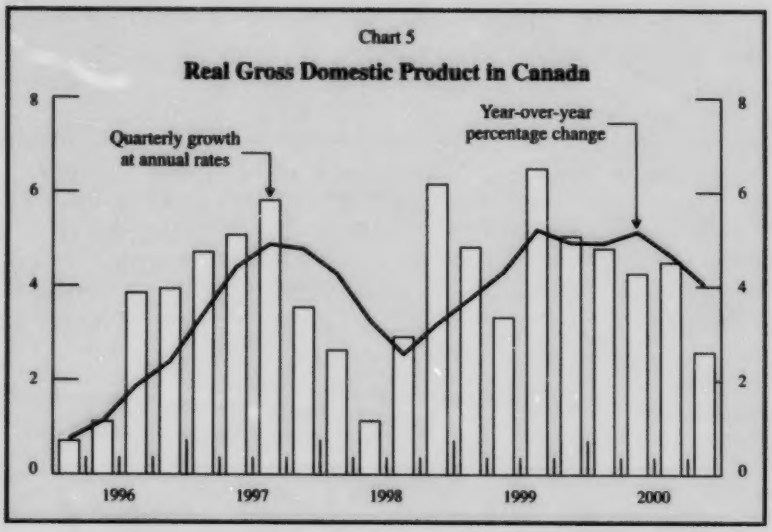
Aggregate demand

Real GDP growth slowed in the fourth quarter of 2000 and remained modest in the first quarter of 2001.

The pace of Canada's economic expansion slowed in the final quarter of 2000, mainly in response to an abrupt slowing in U.S. economic growth. After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters (Chart 5), real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent in the fourth quarter of 2000.[2] With lower-than-anticipated growth in the fourth quarter and downward revisions to real GDP in the first three quarters of the year, economic activity in 2000 rose by 4.7 per cent on an annual average basis—less than the 5 per cent pace expected at the time of the February *Update*. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.

Chart 5

Real Gross Domestic Product in Canada



2. Based on the chain Fisher volume index (see Technical Box 3, p. 24), aggregate output growth fell from 3.7 per cent, on average, in the first three quarters of 2000 to 1.2 per cent in the final quarter.

Factors at work on inflation

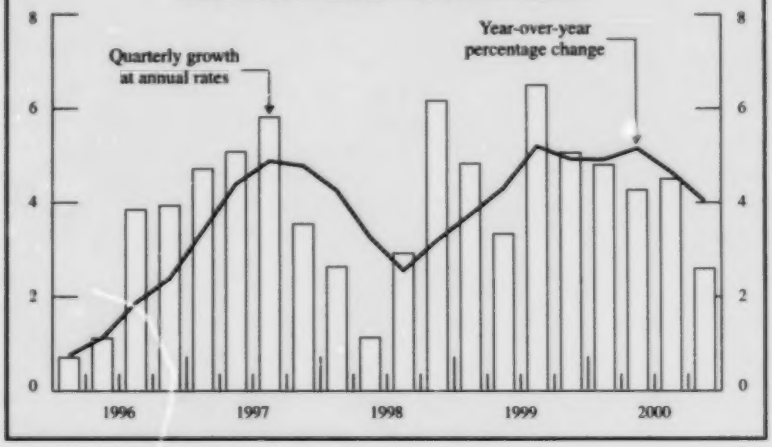
Aggregate demand

Real GDP growth slowed in the fourth quarter of 2000 and remained modest in the first quarter of 2001.

The pace of Canada's economic expansion slowed in the final quarter of 2000, mainly in response to an abrupt slowing in U.S. economic growth. After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters (Chart 5), real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent in the fourth quarter of 2000.[2] With lower-than-anticipated growth in the fourth quarter and downward revisions to real GDP in the first three quarters of the year, economic activity in 2000 rose by 4.7 per cent on an annual average basis—less than the 5 per cent pace expected at the time of the February *Update*. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.

Chart 5

Real Gross Domestic Product in Canada



2. Based on the chain Fisher volume index (see Technical Box 3, p. 24), aggregate output growth fell from 3.7 per cent, on average, in the first three quarters of 2000 to 1.2 per cent in the final quarter.

Technical Box 1

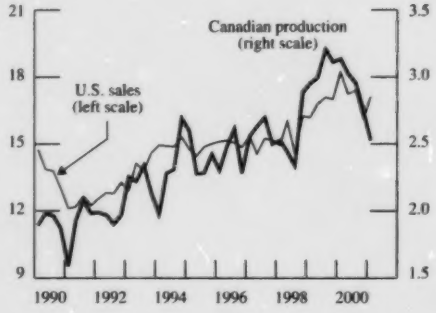
Recent Developments in the North American Automotive Sector

Motor vehicle sales rose sharply in the United States in the late 1990s, fuelled by pent-up demand and rising household incomes. Against this background, favourable relative unit labour costs and earlier production decisions that led to Canadian plants manufacturing vehicles in high demand paved the way for Canadian producers to boost their share of the North American market (excluding Mexico) to about 19 per cent (or over 3 million units) in 2000. This growth has been reflected in a rising trade surplus on automotive products of about $12 billion (in real terms), from less than $6 billion in 1990. At the same time, about 50,000 jobs were created in the automotive sector which, by 2000, employed roughly 164,000 people. Over the same period, the industry's share of Canadian real GDP increased almost 1 percentage point to about 2.5 per cent.

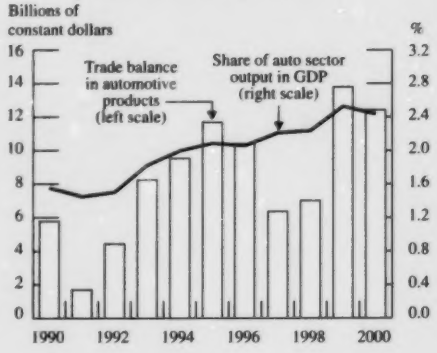
As Canada's share of the North American market rose, the Canadian auto sector became more exposed to a downturn in U.S. sales. Thus, in response to the slowdown in the United States, the industry cut motor vehicle production and announced a series of temporary layoffs in late 2000 and early 2001. These cuts were designed to bring inventories back to normal levels. Canadian output in motor vehicle and parts manufacturing fell about 23 per cent at annual rates in the fourth quarter of 2000, and a further sharp decline occurred in the first quarter of this year. Sales of motor vehicles in the United States were stronger than expected in the first quarter, however, thus lowering the stock-to-sales ratio significantly. Canadian production of vehicles and parts should therefore recover somewhat in the second quarter.

Nonetheless, sales and production are unlikely to return to their previous peak, since it is likely that pent-up U.S. demand has been largely satisfied. Canadian expenditures on motor vehicles should provide some support later in 2001, given the different cyclical positions of the two economies, tax cuts, and a relatively older fleet of cars in Canada. The impact on Canadian production is likely to be small, however, since most of Canada's output of motor vehicles is directed to the U.S. market, while the bulk of Canadian consumption is satisfied by imports.

Motor vehicle production and sales
Millions of units



Output and trade in automotive products



+2

In particular, the output of motor vehicles declined . . .

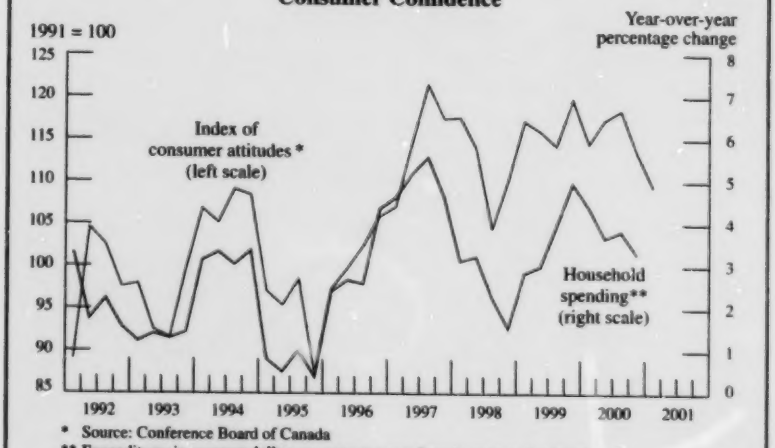
The downturn in the U.S. auto market led to reduced Canadian automotive exports and production in the fourth quarter of 2000 and in early 2001, as manufacturers began to bring inventory levels into balance (Technical Box 1). This contributed to cutbacks in the output of related industries such as primary metals and motor vehicle parts. In addition, as the rate of expansion of spending on machinery and equipment by U.S. businesses fell sharply, the growth in Canadian shipments of electronic products and other machinery and equipment eased considerably from the extremely buoyant pace of the first half of the year (Technical Box 2). Concerned about high inventory levels, Canadian manufacturers of electrical and electronic products have reduced their rates of production.

. . . and production of electrical and electronic products eased.

Investment in capital goods by Canadian business, particularly in highly import-intensive computers and other machinery and equipment, appears to be recovering after falling off in the last three months of 2000. In contrast, household expenditures remained robust through year-end and into 2001, supported by continued high levels of consumer confidence, solid employment growth, and federal and provincial government tax reductions (Chart 6).

Chart 6

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada

** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

In particular, the output of motor vehicles declined . . .

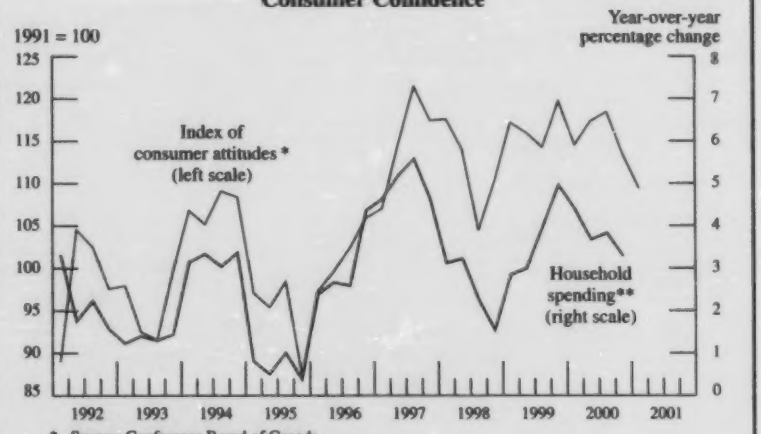
The downturn in the U.S. auto market led to reduced Canadian automotive exports and production in the fourth quarter of 2000 and in early 2001, as manufacturers began to bring inventory levels into balance (Technical Box 1). This contributed to cutbacks in the output of related industries such as primary metals and motor vehicle parts. In addition, as the rate of expansion of spending on machinery and equipment by U.S. businesses fell sharply, the growth in Canadian shipments of electronic products and other machinery and equipment eased considerably from the extremely buoyant pace of the first half of the year (Technical Box 2). Concerned about high inventory levels, Canadian manufacturers of electrical and electronic products have reduced their rates of production.

. . . and production of electrical and electronic products eased.

Investment in capital goods by Canadian business, particularly in highly import-intensive computers and other machinery and equipment, appears to be recovering after falling off in the last three months of 2000. In contrast, household expenditures remained robust through year-end and into 2001, supported by continued high levels of consumer confidence, solid employment growth, and federal and provincial government tax reductions (Chart 6).

Chart 6

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada

** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

Technical Box 2

Electrical and Electronic Products Manufacturing in the United States and Canada

Much of the marked stronger growth in economic activity and productivity in the United States in recent years was generated by unusually rapid progress in information and communications technologies (ICTs). This, in turn, led to very large reductions in the real prices of computers, software, and communications equipment and, hence, to very substantial increases in investments in these high-technology items (Jorgenson and Stiroh 2000).

Canadian manufacturers of electronic products have benefited substantially from booming sales of ICT equipment to the U.S. market during the past decade. For instance, over that period, the share of shipments of ICT equipment in total exports of goods and services rose by two-thirds to nearly 10 per cent. As well, the output share of electrical and electronic manufacturing in Canada's aggregate GDP has more than doubled since 1990 to 2.3 per cent. This expansion of activity in Canada has been boosted by growing two-way trade in office machines and telecommunications equipment, particularly with the United States (Dion 1999–2000). In the year ending in the third quarter of 2000, Canadian output of electrical and electronic products rose by nearly 40 per cent, accounting for close to 16 per cent of the growth in aggregate GDP at factor cost over that period.

The growth of U.S. capital spending on computers and other ICT equipment has eased considerably since mid-2000, however. First, the market for personal computers seems to be maturing, leading to a marked slowdown in growth. Second, many high-technology firms in the United States, especially those providing telecommunications services, have been experiencing financing constraints and have therefore significantly cut their plans for capital spending. These developments contributed to a sharp decrease in the rate of expansion of Canada's output of electrical and electronic products in the last quarter of 2000, followed by a cutback in production in early 2001. Indeed, the growth of demand in the U.S. market and therefore of manufacturing activity in this particular Canadian industry is likely to continue to be much lower in the first half of 2001 than it has been in recent years.

Long-term prospects for a pronounced expansion in U.S. demand for ICT equipment are still good, however, given the strong ongoing pace of technical change in ICTs and the subsequent continuing large reductions in the real prices of these products. Expanding markets for new products such as wireless communications devices should also help sustain robust growth in the market for ICT equipment. The Canadian industry's strong innovative capabilities, especially in the area of telecommunications equipment, should help maintain its competitive position in the U.S. market over the medium term; however, the timing of the recovery in U.S. demand is difficult to predict.

Estimated pressures on capacity

A number of indicators suggest that the economy was in excess demand at the end of 2000 . . .

A number of indicators support the view that pressures in product and labour markets intensified during the first three quarters of last year, and that the Canadian economy was operating in excess demand during the second half of last year. The increases in core inflation and in wage rates over the past six months are consistent with this view. The Bank's conventional measures of potential output and the output gap also suggest that the Canadian economy was operating slightly above potential output at the end of 2000 (Chart 7).[3] Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2000 was only slightly below the level reached in the late 1980s, when pressures on capacity were high. Vacancy rates in the apartment and commercial real estate markets are also below previous lows reached in the late 1980s.

. . . while more recent indicators point to an easing in capacity pressures in early 2001.

More recent indicators, however, point to capacity pressures easing in early 2001. Consistent with the slowing we have seen in the pace of activity to below the economy's growth potential, the estimated output gap would be approaching zero in the first quarter of 2001. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector has fallen in recent months. Purchasing managers have reported reductions in delivery time, and the level of inventories relative to sales has risen. Finally, anecdotal reports of labour shortages have diminished since December, although upward wage pressures persist in certain sectors and professions.

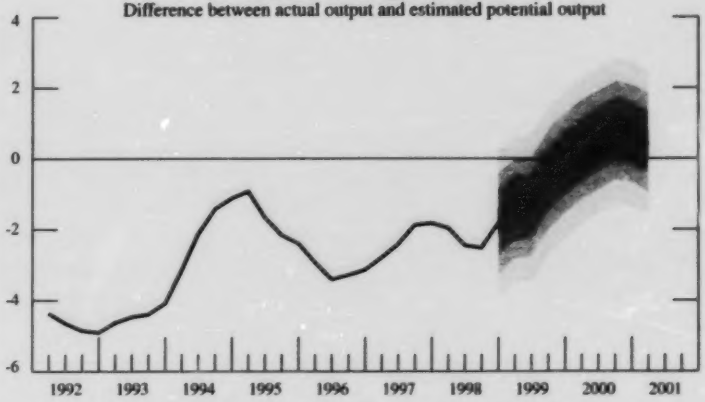
Overall, the full range of indicators suggests that the economy was operating at, or slightly above, full capacity at the end of last year, but that these pressures have eased through the first half of 2001.

3. It must be recognized that there is always considerable uncertainty around estimates of the output gap using the Bank's conventional techniques. This is particularly true in a period of rapid technological and structural change.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: Estimate for the first quarter of 2001 is based on projected output growth of 1.75 per cent for that quarter.

Cost pressures

Gains in labour compensation have moved up significantly into a range of 3.25 to 3.75 per cent.

Based on both the average hourly earnings of permanent workers and labour compensation per person-hour in the business sector, it appears that the underlying rate of increase in average labour compensation moved up into a range between 3.25 and 3.75 per cent in the second half of 2000 and into the early part of 2001 (Charts 8 and 9). The rise in labour compensation per person-hour in the business sector last year was boosted by unusually large bonus payments. Labour productivity growth eased considerably in the second half of 2000 as a result of the slowdown in economic expansion, with output per person-hour in the business sector increasing by only 0.7 per cent between the fourth quarter of 1999 and the fourth quarter of 2000 (Chart 9). As a result, the year-over-year rise in unit labour costs in the business sector was 3.1 per cent in the fourth quarter of 2000.

With only modest growth in labour productivity, the rise in unit labour costs, measured on a year-over-year basis, was about 3 per cent at year-end.

Other indicators of inflation pressures

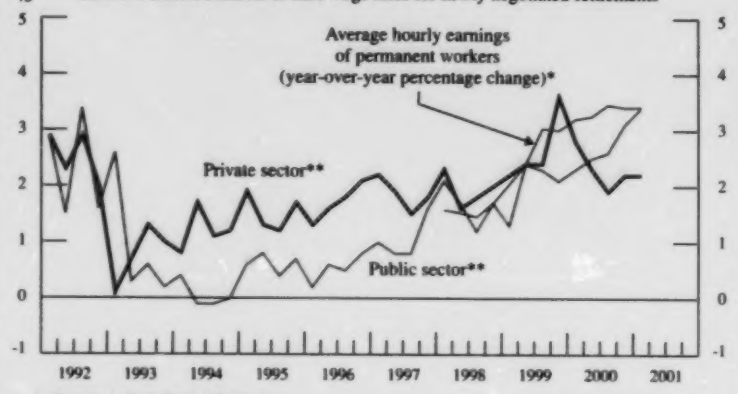
It is often the case that large movements in real estate prices, which typically reflect shifts in both inflation expectations and economic growth, precede substantial changes in core inflation. No such large movements have been observed recently. The year-over-year increase in the selling price of existing housing (based on the Royal LePage index) was 4.4 per cent in the fourth quarter of 2000, down somewhat from the rate seen at the end of 1999.

The 12-month rise in new-home prices remained steady at 2.4 per cent in February. Gains in the prices of non-residential commercial properties last year were moderate and slightly higher than in 1999.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



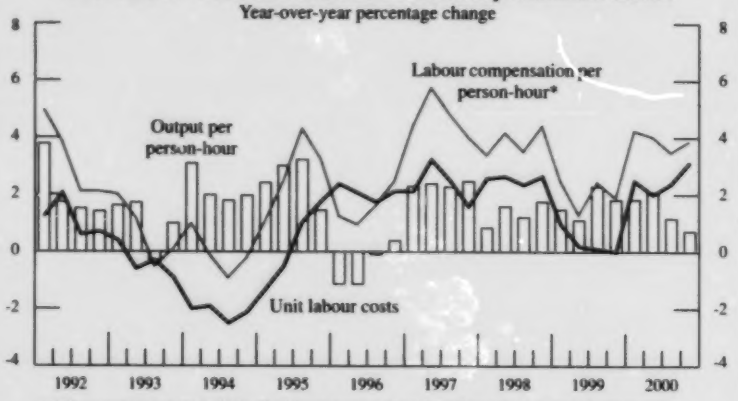
* Source: *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = January 2001

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



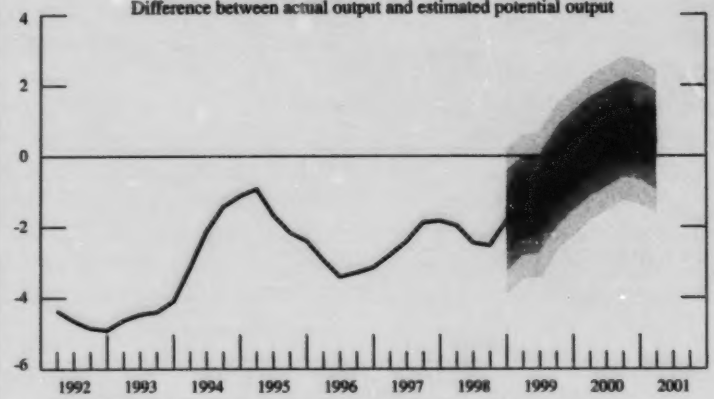
* Labour compensation includes the labour income of paid workers plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: Estimate for the first quarter of 2001 is based on projected output growth of 1.75 per cent for that quarter.

Cost pressures

Gains in labour compensation have moved up significantly into a range of 3.25 to 3.75 per cent.

Based on both the average hourly earnings of permanent workers and labour compensation per person-hour in the business sector, it appears that the underlying rate of increase in average labour compensation moved up into a range between 3.25 and 3.75 per cent in the second half of 2000 and into the early part of 2001 (Charts 8 and 9). The rise in labour compensation per person-hour in the business sector last year was boosted by unusually large bonus payments. Labour productivity growth eased considerably in the second half of 2000 as a result of the slowdown in economic expansion, with output per person-hour in the business sector increasing by only 0.7 per cent between the fourth quarter of 1999 and the fourth quarter of 2000 (Chart 9). As a result, the year-over-year rise in unit labour costs in the business sector was 3.1 per cent in the fourth quarter of 2000.

With only modest growth in labour productivity, the rise in unit labour costs, measured on a year-over-year basis, was about 3 per cent at year-end.

Other indicators of inflation pressures

It is often the case that large movements in real estate prices, which typically reflect shifts in both inflation expectations and economic growth, precede substantial changes in core inflation. No such large movements have been observed recently. The year-over-year increase in the selling price of existing housing (based on the Royal LePage index) was 4.4 per cent in the fourth quarter of 2000, down somewhat from the rate seen at the end of 1999.

The 12-month rise in new-home prices remained steady at 2.4 per cent in February. Gains in the prices of non-residential commercial properties last year were moderate and slightly higher than in 1999.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

* Source: *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = January 2001

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change

* Labour compensation includes the labour income of paid workers plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

-1 8

3. Financial Developments

Policy actions and financial market developments

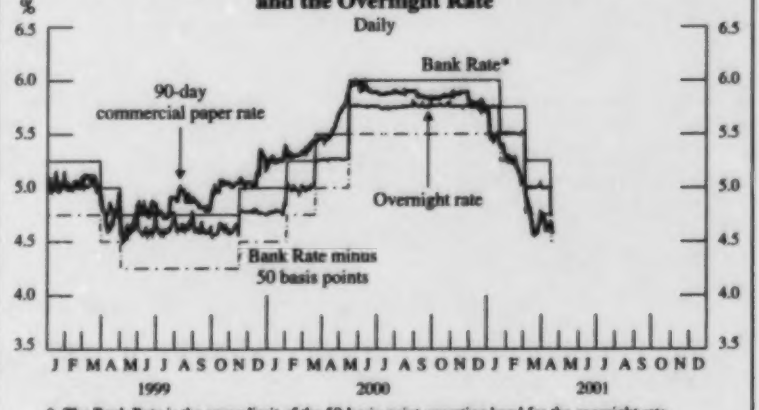
Bank Rate announcements since the November *Report*:

- 5 December—unchanged at 6.0 per cent
- 23 January—down 25 basis points
- 6 March—down 50 basis points
- 17 April—down 25 basis points to 5.0 per cent

Since the November *Report*, the Bank Rate has been lowered on three occasions by a total of 100 basis points. The timing and magnitude of the policy-rate declines had been largely anticipated in financial markets. Indeed, reductions in the 90-day commercial paper rate occurred prior to the central bank actions (Chart 10). Since November, the 90-day paper rate has declined by about 125 basis points to around 4.65 per cent and embodies expectations of further Bank Rate reductions of about 25 basis points by the end of the second quarter. In the United States, financial market participants expect the Federal Reserve Board to lower the federal funds target rate by about an additional 50 basis points by the end of the second quarter in addition to the 150 basis points of cuts so far this year.

Chart 10

90-Day Commercial Paper Rate, the Bank Rate, and the Overnight Rate



* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000, and subsequently widened out. This is consistent with market expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada, but it also reflects an increased preference for U.S.-dollar assets, as global investors have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of uncertainty.

This shift in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this change in sentiment: volatility in global equity markets; the slowdown in the global economy; the situation in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

The U.S. dollar has been strong against all major currencies, reflecting market uncertainties.

Primarily reflecting these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm (Chart 11).

Chart 11

Canadian Dollar Exchange Rate

* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the November *Report* (Chart 12).

3. Financial Developments

Policy actions and financial market developments

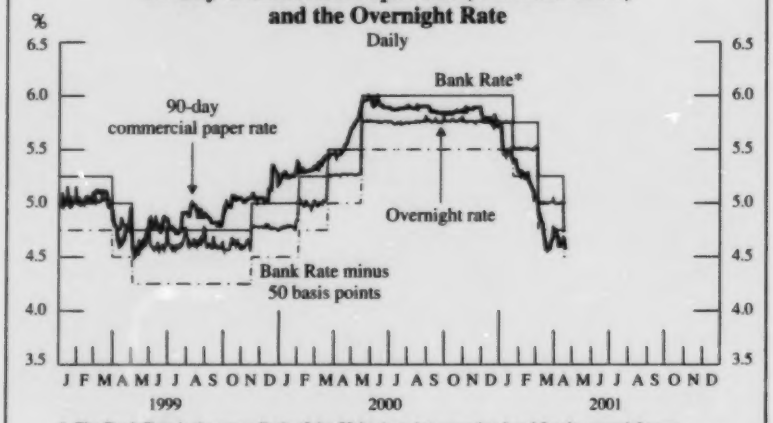
Bank Rate announcements since the November *Report*:

- 5 December—unchanged at 6.0 per cent
- 23 January—down 25 basis points
- 6 March—down 50 basis points
- 17 April—down 25 basis points to 5.0 per cent

Since the November *Report*, the Bank Rate has been lowered on three occasions by a total of 100 basis points. The timing and magnitude of the policy-rate declines had been largely anticipated in financial markets. Indeed, reductions in the 90-day commercial paper rate occurred prior to the central bank actions (Chart 10). Since November, the 90-day paper rate has declined by about 125 basis points to around 4.65 per cent and embodies expectations of further Bank Rate reductions of about 25 basis points by the end of the second quarter. In the United States, financial market participants expect the Federal Reserve Board to lower the federal funds target rate by about an additional 50 basis points by the end of the second quarter in addition to the 150 basis points of cuts so far this year.

Chart 10

90-Day Commercial Paper Rate, the Bank Rate, and the Overnight Rate



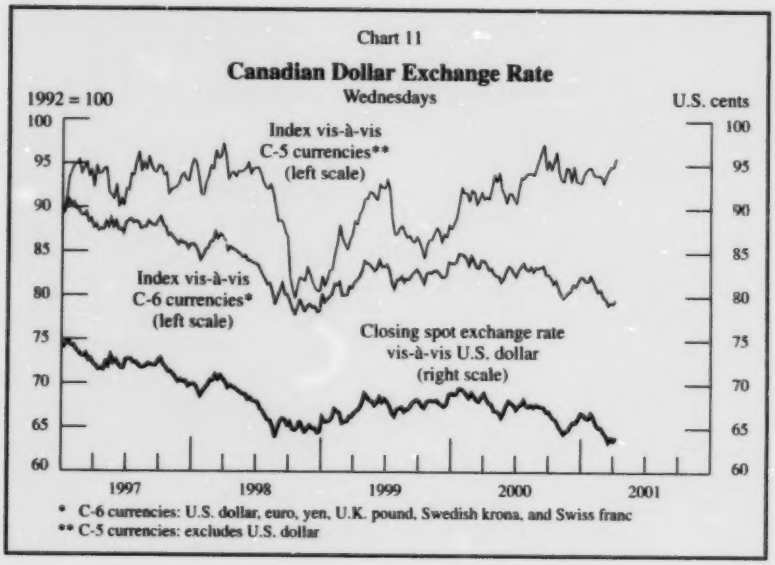
* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000, and subsequently widened out. This is consistent with market expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada, but it also reflects an increased preference for U.S.-dollar assets, as global investors have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of uncertainty.

The U.S. dollar has been strong against all major currencies, reflecting market uncertainties.

This shift in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this change in sentiment: volatility in global equity markets; the slowdown in the global economy; the situation in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

Primarily reflecting these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm (Chart 11).

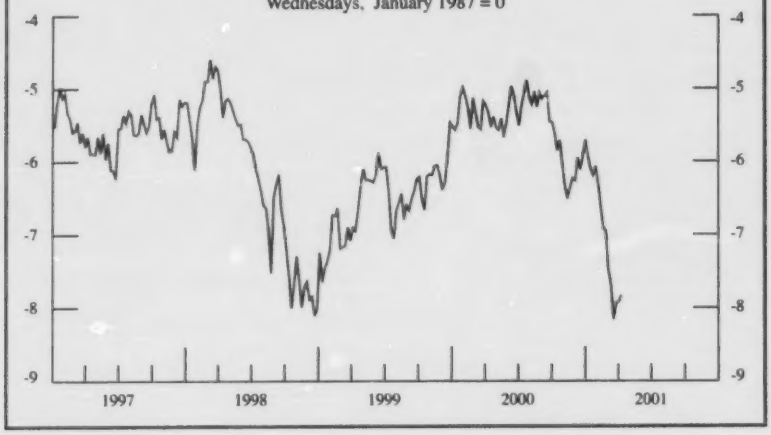


With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the November *Report* (Chart 12).

Chart 12

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0



Other financial developments

While financial conditions tightened in late 2000 . . .

The end of 2000 also saw a general tightening in North American financial conditions. As investors became more concerned about prospects for economic growth, risk premiums rose and credit standards tightened, particularly in the United States. Yields on corporate bonds climbed, not only for lower-quality bonds, but also for blue-chip issues. The stock market was also affected as the correction in technology stocks continued.

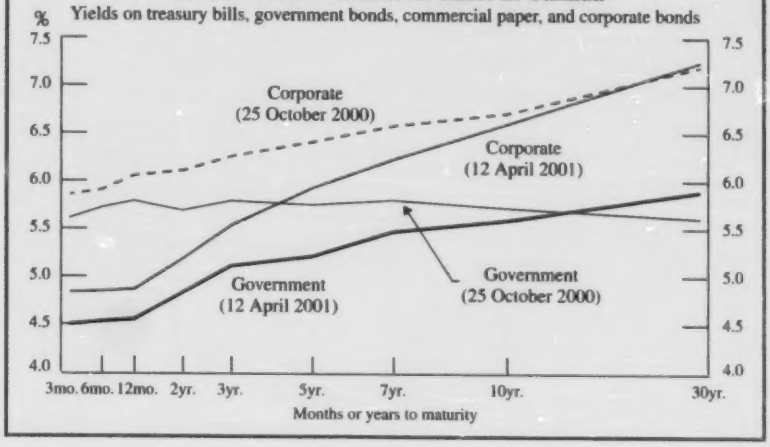
. . . there have been signs of improvement more recently.

There have, however, been signs of improvement in financial conditions more recently, partly because of interest rate cuts by both the U.S. Federal Reserve and the Bank of Canada. There appears to be underlying confidence that policy actions will limit the extent of the economic slowdown as evidenced by the yields on medium- and longer-term Canadian government bonds, which have fallen less than yields on short-term bonds (and, in some cases, have even increased) (Chart 13).

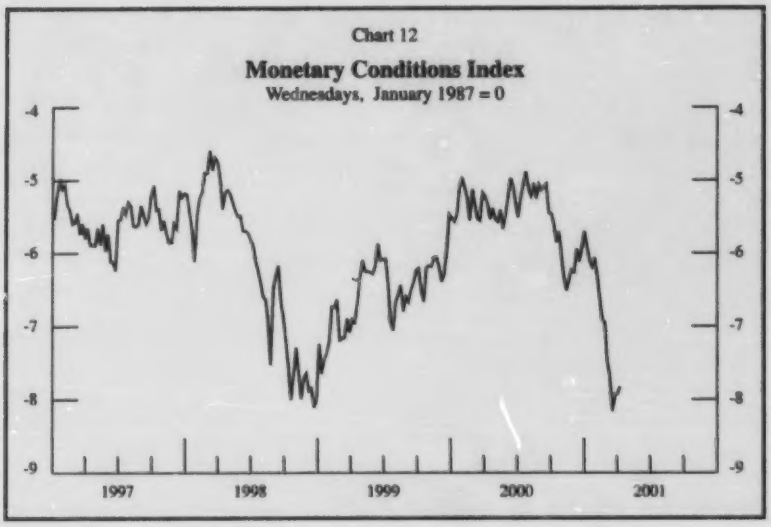
Chart 13

Term Structure of Interest Rates in Canada

Yields on treasury bills, government bonds, commercial paper, and corporate bonds



Reflecting the past tightening in financial conditions, growth in Canadian business credit has slowed in recent months. Moreover, with increased uncertainty over the economic outlook, firms are favouring longer-term financing. As a result, growth in short-term business credit was quite weak in January and February, but growth in bonds has been picking up. Investors have also shifted funds from equity markets into bonds, leading to a decline in bond rates. Weakness in short-term business credit may also reflect lower demand for financing, stemming from a slower pace of inventory investment and a decline in the number of mergers and acquisitions.



Other financial developments

While financial conditions tightened in late 2000 . . .

The end of 2000 also saw a general tightening in North American financial conditions. As investors became more concerned about prospects for economic growth, risk premiums rose and credit standards tightened, particularly in the United States. Yields on corporate bonds climbed, not only for lower-quality bonds, but also for blue-chip issues. The stock market was also affected as the correction in technology stocks continued.

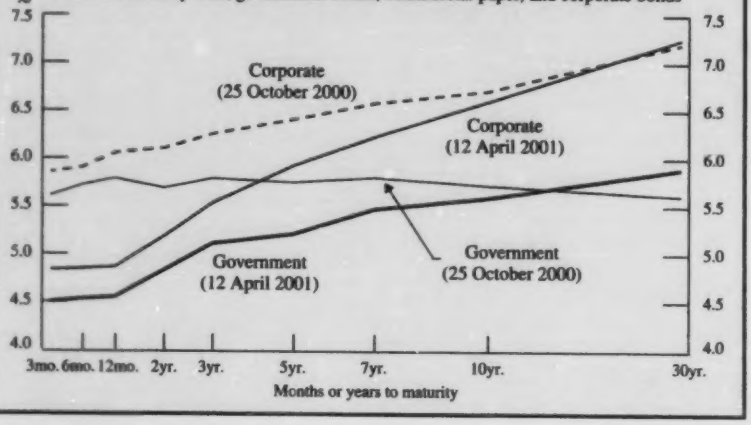
. . . there have been signs of improvement more recently.

There have, however, been signs of improvement in financial conditions more recently, partly because of interest rate cuts by both the U.S. Federal Reserve and the Bank of Canada. There appears to be underlying confidence that policy actions will limit the extent of the economic slowdown as evidenced by the yields on medium- and longer-term Canadian government bonds, which have fallen less than yields on short-term bonds (and, in some cases, have even increased) (Chart 13).

Chart 13

Term Structure of Interest Rates in Canada

Yields on treasury bills, government bonds, commercial paper, and corporate bonds



Reflecting the past tightening in financial conditions, growth in Canadian business credit has slowed in recent months. Moreover, with increased uncertainty over the economic outlook, firms are favouring longer-term financing. As a result, growth in short-term business credit was quite weak in January and February, but growth in bonds has been picking up. Investors have also shifted funds from equity markets into bonds, leading to a decline in bond rates. Weakness in short-term business credit may also reflect lower demand for financing, stemming from a slower pace of inventory investment and a decline in the number of mergers and acquisitions.

4. The Outlook for Inflation

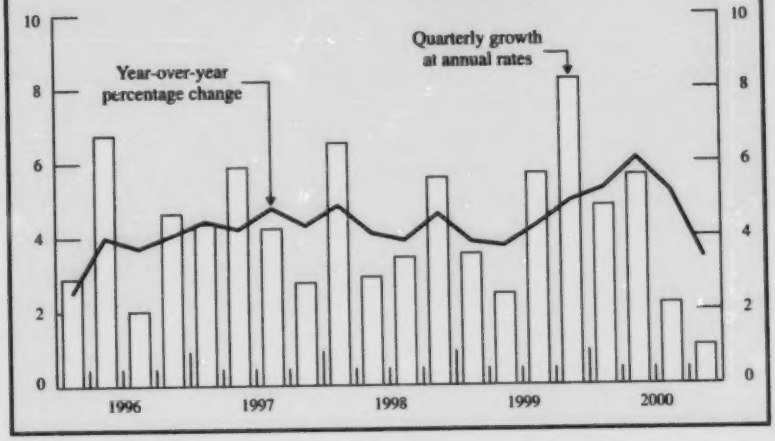
International background

Projections of world economic growth have been revised down.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down in recent months, reflecting a slower pace of growth not only in the United States but in most other parts of the world as well. For example, the International Monetary Fund now projects world output to expand by just over 3.0 per cent this year—down a full percentage point from its outlook last autumn. Its current projection for 2001 compares with actual world economic growth of 4.8 per cent in 2000, 3.4 per cent in 1999, and 2.6 per cent in 1998 (at the height of the Asian crisis).

Chart 14

U.S. Real Gross Domestic Product



The U.S. slowdown has turned out to be greater than expected.

Last November, the anticipated slowing in U.S. economic growth in response to earlier increases in interest rates and persistently higher energy prices appeared to be underway. In fact, the slowdown has turned out to be greater than expected. Average growth in the last two quarters of 2000 was only 1.6 per cent (Chart 14), less than one-third of the pace recorded in the first two quarters of the year. Business investment has weakened, following reductions in corporate profits, tightening in business credit conditions,[4] and substantial declines in equity markets. Falling equity

4. A U.S. survey of senior loan officers regarding bank lending practices carried out in early March shows that business lending conditions have tightened further since early January. Yield spreads on riskier corporate bonds remain high, but the level of corporate bond yields has declined since the November *Report*.

4. The Outlook for Inflation

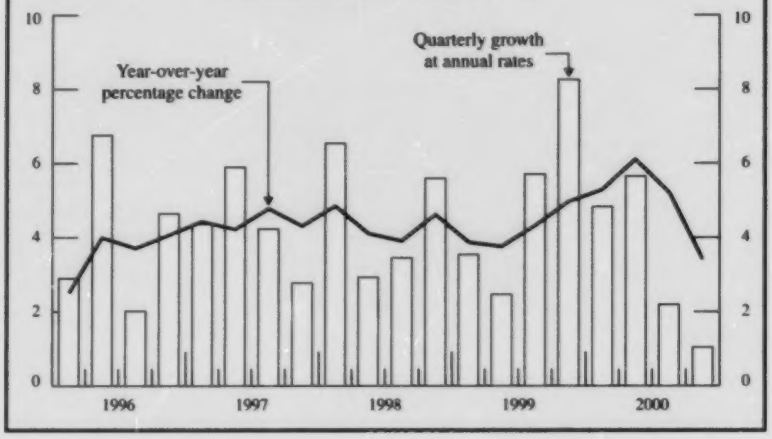
International background

Projections of world economic growth have been revised down.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down in recent months, reflecting a slower pace of growth not only in the United States but in most other parts of the world as well. For example, the International Monetary Fund now projects world output to expand by just over 3.0 per cent this year—down a full percentage point from its outlook last autumn. Its current projection for 2001 compares with actual world economic growth of 4.8 per cent in 2000, 3.4 per cent in 1999, and 2.6 per cent in 1998 (at the height of the Asian crisis).

Chart 14

U.S. Real Gross Domestic Product



The U.S. slowdown has turned out to be greater than expected.

Last November, the anticipated slowing in U.S. economic growth in response to earlier increases in interest rates and persistently higher energy prices appeared to be underway. In fact, the slowdown has turned out to be greater than expected. Average growth in the last two quarters of 2000 was only 1.6 per cent (Chart 14), less than one-third of the pace recorded in the first two quarters of the year. Business investment has weakened, following reductions in corporate profits, tightening in business credit conditions,[4] and substantial declines in equity markets. Falling equity

4. A U.S. survey of senior loan officers regarding bank lending practices carried out in early March shows that business lending conditions have tightened further since early January. Yield spreads on riskier corporate bonds remain high, but the level of corporate bond yields has declined since the November *Report*.

prices, lower employment growth, and high energy prices have also caused sharp declines in consumer confidence and reduced consumption growth. This weakness in demand has led to product cutbacks in the manufacturing sector, primarily in automobiles and electronics (telecommunications and computer equipment) to correct inventory imbalances.

A number of factors are expected to contribute to a pickup in U.S. activity in the second half of the year.

While new inventory-management techniques have resulted in lower general inventory levels in recent years, they have also allowed firms to quickly adjust production when excess inventories become apparent. The current slowdown in manufacturing production is thus expected to be relatively short, with stronger growth projected for the second half of the year and into 2002. Indeed, the inventory correction in the automobile sector was well advanced by the end of the first quarter. Other factors that are expected to contribute to a pickup in the second half include lower energy prices and the decline in interest rates, both of which should help to restore consumer and business confidence. If, however, there was continued weakness in consumer and business confidence, this could translate into lower spending and delayed recovery.

Overall, it is the Bank's assessment that the U.S. economy will grow by between 1.0 to 2.0 per cent on an annual average basis this year, with growth in the second half of the year averaging 2.0 to 3.0 per cent. In 2002, the Bank projects U.S. economic growth of 2.5 to 3.5 per cent.[5]

While economic recovery in Japan appears to have faltered . . .

In Japan, economic recovery continues to be restrained primarily by ongoing problems associated with financial sector restructuring. These problems, together with the impact of the slowdown in the United States, brought growth in the second half of 2000 down near zero, and only a small positive growth rate is projected for 2001. The major European economies, by contrast, continue to exhibit positive momentum although at a somewhat slower pace, with growth in 2001 expected to centre on 2.5 per cent. Growth in the emerging-market economies, particularly in Latin America and in those Asian economies that are heavily dependent on the manufacture of electronics, has been adversely affected by the U.S. slowdown. As well, both Turkey and Argentina face financial difficulties and are working with the IMF on new policy initiatives.

. . . the euro area and the United Kingdom continue to exhibit positive momentum.

Crude oil prices are likely to ease further through 2001, as inventories are rebuilt and demand softens with the recent slowdown in the pace of world economic activity. Natural gas prices are also expected to fall from their current high levels in coming

5. The midpoint of the Bank's projection range for 2001 is slightly below the latest consensus U.S. forecast. For 2002, it is very close to the consensus.

months, given the expected replenishment of stocks. With some lessening in the growth of global demand, prices for non-energy commodities are unlikely to rise appreciably through the remainder of 2001.

Aggregate demand and supply in Canada

The Bank continues to project a strengthening of Canadian economic growth in the second half of this year and in 2002. This view reflects a number of factors: a second-half rebound in the U.S. economy; the completion of the inventory correction; continued investment in new technology by businesses; recent tax cuts; and the easing in domestic monetary conditions.

Household spending is expected to be robust . . .

Reductions in personal income taxes, which took effect at the beginning of this year, as well as recent decreases in interest rates, should both contribute to fairly robust growth in household spending. There is some risk that slower employment growth and recent drops in equity prices could weaken consumer confidence, tempering increases in household expenditures. In the early part of 2001, however, the pace of household spending remained strong.

. . . while the pace of business investment is likely to moderate.

The pace of business investment is projected to moderate in 2001. Firms are expected to focus on capital projects that help reduce costs, although investments to raise Canada's future capacity to supply energy should grow strongly during the year. Further reductions in inventory investment to bring stock levels into balance are likely in the first half of this year. Import growth is also expected to ease during this period, chiefly reflecting limited gains in both aggregate exports and investment in machinery and equipment.

Canadian export growth should improve after mid-year.

Canadian export growth is expected to be modest in the first half of 2001, in line with the anticipated sluggishness of the U.S. economy and the continued weak prices projected for non-energy commodities. In particular, automotive shipments to the United States are likely to fall further during the period, while the growth in exports of information and communications equipment is expected to ease considerably. Canadian export growth should improve, after mid-year, with the projected recovery in the U.S. economy.

The latest consensus among private sector forecasters for real GDP growth this year (on an annual average basis) has been revised down to 2.4 per cent, considerably lower than the 3.5 per

cent recorded at the time of the November *Report*.[6] For 2002, the most recent consensus forecast calls for real GDP growth of 3.3 per cent.

Since the February *Update*, the economic information on the first half of 2001 has been mixed, with both positive and negative indicators. On balance, the data confirm the slowdown in the first half of the year anticipated in the *Update*. It now looks as if growth over the first six months will average between 1.25 and 2.25 per cent. For the second half of the year, we see growth picking up significantly to between 2.5 and 3.5 per cent.

Output growth of between 2 and 3 per cent is expected in 2001, with stronger growth in the second half of the year.

Based on this first-half/second-half profile, together with the downward revision to GDP in 2000, the Bank's projection for economic growth in 2001 (on an annual average basis) has been revised down to between 2 and 3 per cent. The pace of activity in 2002 is expected to be somewhat stronger than in the second half of 2001, with the economy expanding at a rate slightly above the Bank's estimate of potential output growth of 3 per cent. This outlook is not expected to be materially affected by forthcoming changes in the measurement of GDP (Technical Box 3).

Measures of inflation expectations

Longer-term inflation expectations are still focused on the midpoint of the inflation-control target range.

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's winter *Index of Business Confidence*, 52 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 15). The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.4 per cent in 2001 (the same as last autumn) and 2.1 per cent in 2002. Typical forecasts of longer-term inflation are between 1.9 and 2.1 per cent, depending on the horizon.

6. The range of forecasts for real GDP growth in 2001 in the latest survey conducted by *Consensus Economics* is 1.5 to 2.8 per cent. The width of this range, an indicator of forecast uncertainty, has risen considerably since last autumn.

Technical Box 3

Changes in the Measurement of GDP and their Implications

As of 31 May, Statistics Canada will replace the current measure of real GDP, which values output at 1992 prices, with estimates based on the chain Fisher volume index formula. With this formula, output growth is measured each quarter using weights based on prices from the current and previous quarters. This change is particularly important at this time, since the prices of information and communications equipment have been falling rapidly at the same time that output has been expanding vigorously, causing the current measure of GDP to overstate the contribution of these high-technology items to GDP growth. The change to the new formula will result in more accurate measures of real GDP growth from quarter to quarter.

As of 31 May, Statistics Canada will also treat all software purchases by businesses as capital investments, rather than current expenses, as is now the case. In itself, this move should lead to small upward revisions to the measures of real GDP growth since growth in software purchases has generally been faster than growth in real GDP.

Together, these changes will bring Canada's measure of GDP in line with that of the United States, where the chain Fisher volume index has been in use since 1996, and software has been considered as investment since 1999.

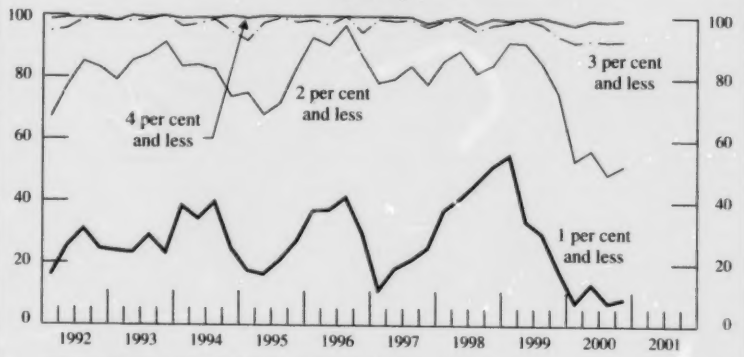
Statistics Canada has been producing chain Fisher volume indexes (without software included as investment) for some time. Based on that measure, Canada's annual average aggregate output growth for 2000 was 4.1 per cent compared with 4.7 per cent based on the current measure. This difference was unusually large, reflecting the very strong growth of activity in the high-technology sector last year. With the current softening in this sector in response to slowing U.S. demand, the Bank would not expect to see such a large differential for 2001. Rather, we would expect the chain Fisher index measure of annual average GDP growth for 2001 to be 0.2 to 0.3 percentage points lower than the current measure. The inclusion of software as investment, however, is expected to provide some offset, with the net result that the Bank's projection of economic growth for this year is unlikely to be materially affected.

The historical revisions to Canada's measure of aggregate output that will result from these adjustments should have little effect on the overall profile of the Bank's estimated output gap, since changes in actual output will be broadly offset by corresponding changes in productivity and in potential output.

Chart 15

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly



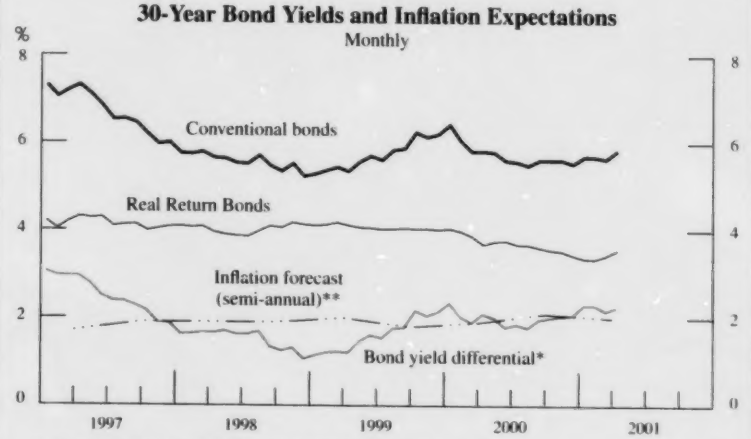
Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

The differential between conventional bonds and Real Return Bonds has widened to slightly above 2 per cent in recent months (Chart 16). The supply factors affecting government bond markets continue to make it difficult to extract precise information from this measure. Nevertheless, the differential does not suggest any marked change in long-run inflation expectations since the November *Report*.

Chart 16

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly

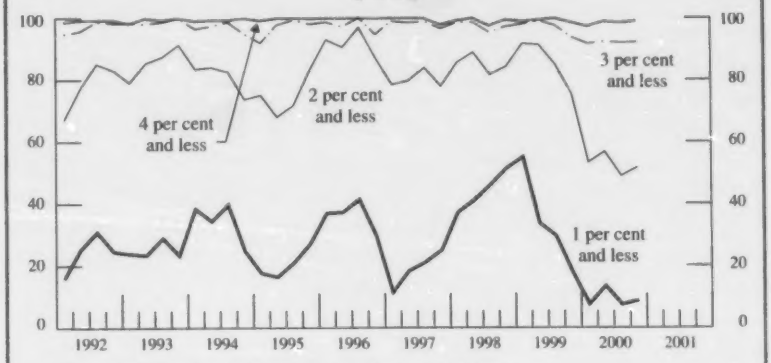


* The differential is calculated using the compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

Chart 15

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly



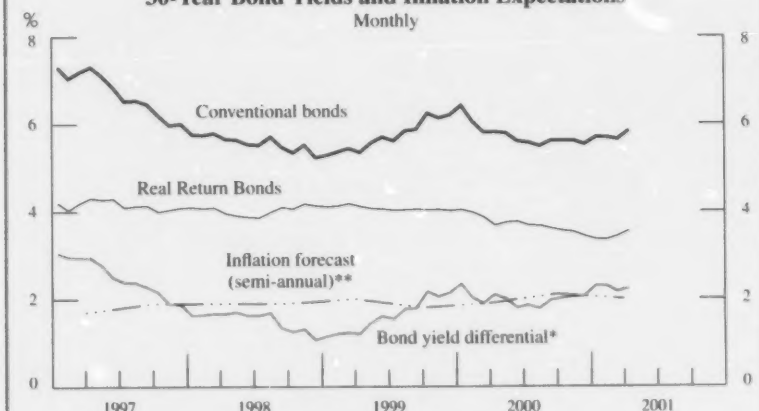
Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

The differential between conventional bonds and Real Return Bonds has widened to slightly above 2 per cent in recent months (Chart 16). The supply factors affecting government bond markets continue to make it difficult to extract precise information from this measure. Nevertheless, the differential does not suggest any marked change in long-run inflation expectations since the November *Report*.

Chart 16

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



* The differential is calculated using the compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

Other factors affecting inflation

The effect of past large increases in energy prices on core inflation should remain small.

The pass-through to the core CPI of the substantial increases in the prices of crude oil and natural gas over the past two years is expected to exert some upward pressure on inflation, although this effect is expected to be modest and spread over several years. To date, the price effects have been most evident in airfares and local transportation costs.

Movements in the prices of crude oil and natural gas will, however, continue to substantially affect the near-term outlook for energy prices at the consumer level and therefore for the total CPI. If crude oil prices remain below US$30 per barrel this year, gasoline and fuel oil prices are likely to fall below year-earlier levels during the second half of the year. On the other hand, both natural gas and electricity prices at the consumer level are expected to be much higher this year than in 2000.

The depreciation of the Canadian dollar since the beginning of last year is also a potential source of upward pressure on inflation over the next year and a half. It is unclear, however, how important this risk to inflation might be, since earlier episodes of large changes in the exchange rate during the 1990s were characterized by low exchange rate pass-through to the CPI in Canada and in many other industrial countries.

Despite slower output growth in some sectors, labour markets remain tight and profitability was very high at the end of last year, suggesting that wages will continue to grow at, or slightly above, current rates. Moreover, feedback from businesses contacted by the Bank's regional offices indicates that wage increases are expected to rise over the next 12 months. Productivity gains over the current period of economic slowdown may also be modest, implying that increases in unit labour costs are likely to stay relatively high in the first half of the year.

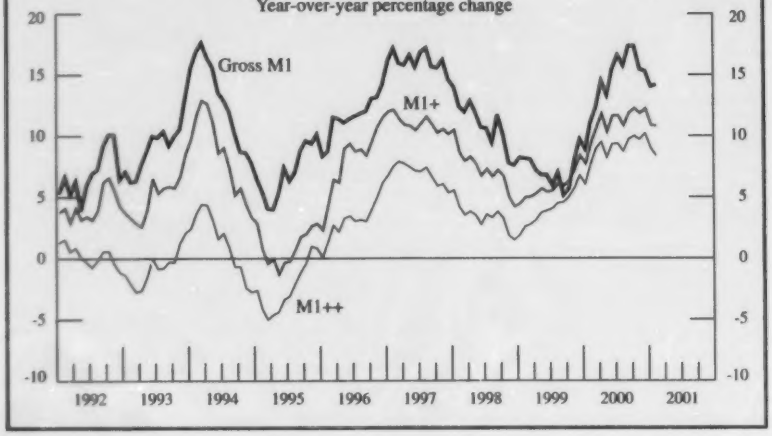
Projections from monetary aggregates

The money aggregates suggest a somewhat stronger outlook for output and inflation than the Bank's overall projection. Although there has been some slowdown in the narrow aggregates in recent months, growth remains strong (Chart 17). On a year-over-year basis, growth in gross M1 was about 14 per cent in February, while growth in M1+ and M1++ was 11 and 8 per cent, respectively. A number of special factors continue to raise the growth of M1 relative to that of transactions balances. Our current assessment of underlying growth is between 6 and 8 per cent.

Chart 17

Narrow Money Growth

Year-over-year percentage change

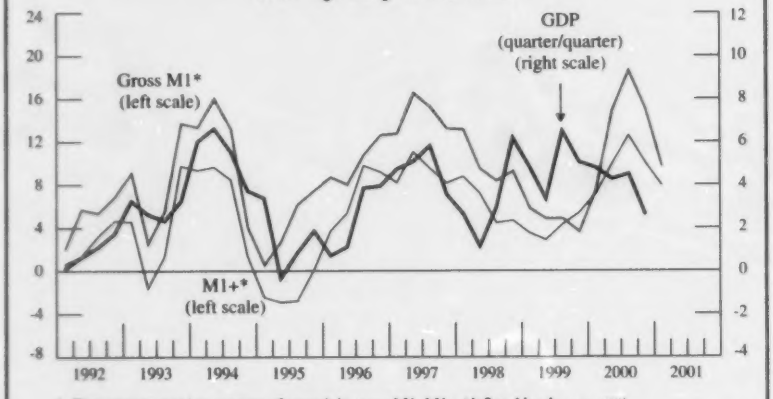


When judgment is applied to take into account various data distortions and the slowing in the U.S. economy, the indicator models based on narrow aggregates would suggest real GDP growth of about 3 per cent in 2001 (Chart 18).

Chart 18

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Percentage change at annual rates



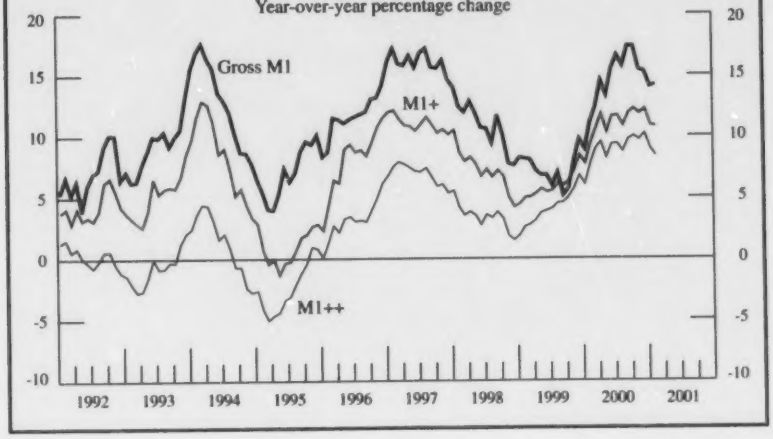
* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

The model based on narrow money currently forecasts core inflation to rise above 2 per cent in 2001. Forecasts based on the broader aggregate M2++ give a similar profile. Growth in M2++

Chart 17

Narrow Money Growth

Year-over-year percentage change

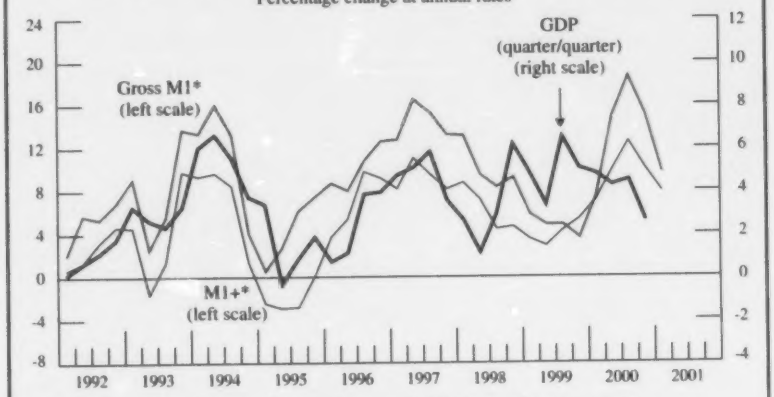


When judgment is applied to take into account various data distortions and the slowing in the U.S. economy, the indicator models based on narrow aggregates would suggest real GDP growth of about 3 per cent in 2001 (Chart 18).

Chart 18

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Percentage change at annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

The model based on narrow money currently forecasts core inflation to rise above 2 per cent in 2001. Forecasts based on the broader aggregate M2++ give a similar profile. Growth in M2++

Chart 19

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change

has continued to be boosted by net contributions to mutual funds. Year-over-year growth in M2++ is about 10 per cent (Chart 19).

Inflation projection

The expected re-emergence of a modest degree of excess supply in the economy this year should contribute to some downward pressure on core inflation over the remainder of 2001. Two factors, however, are expected to limit the impact of excess supply on the core rate this year. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent—about the same as the current level of core inflation. Second, wage increases are expected to remain steady, or possibly even edge up if current pressures in some sectors and professions become more widespread, while productivity growth may ease, thus putting upward pressure on unit labour costs.

Core inflation is expected to average slightly below 2 per cent over the remainder of 2001.

On balance, it seems likely that core inflation over the remainder of this year will average somewhat below 2 per cent. In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, with core inflation moving back to 2 per cent towards the end of the year.

The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001, on the assumption that world energy prices remain close to current levels.

Chart 19

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change

has continued to be boosted by net contributions to mutual funds. Year-over-year growth in M2++ is about 10 per cent (Chart 19).

Inflation projection

The expected re-emergence of a modest degree of excess supply in the economy this year should contribute to some downward pressure on core inflation over the remainder of 2001. Two factors, however, are expected to limit the impact of excess supply on the core rate this year. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent—about the same as the current level of core inflation. Second, wage increases are expected to remain steady, or possibly even edge up if current pressures in some sectors and professions become more widespread, while productivity growth may ease, thus putting upward pressure on unit labour costs.

Core inflation is expected to average slightly below 2 per cent over the remainder of 2001.

On balance, it seems likely that core inflation over the remainder of this year will average somewhat below 2 per cent. In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, with core inflation moving back to 2 per cent towards the end of the year.

The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001, on the assumption that world energy prices remain close to current levels.

5. Conclusions

At this time, the key issue in the conduct of monetary policy in Canada is the extent of the current slowdown in the pace of economic activity stemming primarily from developments in the United States.

The slowdown in economic growth in Canada late last year and in the first half of 2001 has been greater than expected, and the automotive, electrical, and electronic manufacturing sectors in particular, have had to make significant adjustments. It remains the Bank's view that after a first-half slowdown, economic growth will pick up in the second half of the year and in 2002.

The latest economic and financial developments support this view. Recent data point to continued growth in overall activity. In addition, current developments are consistent with the view that weakness associated with inventory adjustment will be concentrated in the first half, that business investment in new technology will continue, and that the easing in monetary conditions will support growth.

Consistent with this projection for output growth, the Bank sees the development of some downward pressure on core inflation, which will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of this year. If recent large wage increases in some sectors and professions became more widespread, however, they could work to offset this tendency. The anticipated downward pressure on core inflation this year should reverse through 2002 as the economy expands at a rate above its growth potential.

The main risk to this outlook for the Canadian economy is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated. For example, if consumer and business confidence in the United States does not improve, this could lead to weaker consumption and investment spending. The Bank will have to monitor developments in this area closely.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on Monetary Policy Objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.

_____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85–87.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2001. *Index of Business Confidence* (Winter).

_____. 2001. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).

Consensus Economics Inc. 1991–2001. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.

Jorgenson, D. and K. Stiroh. 2000. "Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age." *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 125–211.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2001 –

Le dollar d'argent de 1985 illustré en couverture, qui est l'œuvre de Karel Roblicek, a été frappé pour marquer le centenaire des parcs nationaux du Canada. Les bases de notre réseau de parcs nationaux ont en effet été jetées en novembre 1885, lorsqu'il a été décidé qu'un territoire de 26 kilomètres carrés situé sur le versant nord du mont Sulphur serait du domaine public. C'est ainsi que le parc national Banff a vu le jour. La Division des parcs du Dominion, le premier organisme de gestion de parcs nationaux au monde, a été créée en 1911, et la **Loi sur les parcs nationaux** *a été promulguée en 1930. Les parcs nationaux et les réserves de parc national (terres destinées à devenir des parcs) sont actuellement au nombre de 39.*

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4516
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2001 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

Tout compte fait, la Banque reste relativement optimiste quant aux perspectives économiques du Canada pour le reste de l'année et le début de 2002. [...] Les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne sont solides; en fait, ils n'ont jamais été aussi robustes depuis près de 30 ans. Le Canada continue de jouir d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
Déclaration préliminaire devant
le Comité sénatorial permanent
des banques et du commerce
28 mars 2001

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

L'inflation et la fourchette cible 6
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 16

Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers 16
Les autres aspects de l'évolution financière 18

4. Les perspectives en matière d'inflation 20

La conjoncture internationale 20
La demande et l'offre globales au Canada 22
La mesure des attentes relatives à l'inflation 23
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 25
Les projections basées sur l'évolution des aggrégats monétaires 26
Les prévisions relatives à l'inflation 28

5. Conclusions 29

Bibliographie 30

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Depuis décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.

- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

Au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 2000, on estimait que l'économie mondiale conservait un grand dynamisme, malgré l'apparition de signes indiquant que le ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis s'était amorcé.

La baisse de régime de l'économie américaine ayant été plus prononcée que prévu...

En réalité, la baisse de régime de l'économie américaine a été plus prononcée que prévu et, en grande partie sous l'effet de ce facteur, la progression de la demande mondiale a été inférieure aux projections. Le tassement de l'activité à l'échelle internationale, conjugué au recul des prix de l'énergie par rapport aux sommets atteints antérieurement, a atténué le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes dans le monde.

... la croissance de l'économie canadienne au premier semestre de 2001 s'annonce inférieure aux projections établies en novembre dernier.

La brusque décélération de l'expansion aux États-Unis, surtout du côté de la demande de véhicules automobiles et de matériel informatique et de télécommunication, a été déterminante dans le ralentissement de la croissance économique survenu au Canada vers la fin de l'an dernier et au début de 2001. Compte tenu du rééquilibrage des stocks en cours dans les secteurs où la demande s'est repliée, on s'attend maintenant à ce que, tant aux États-Unis qu'au Canada, le rythme d'expansion au premier semestre de cette année soit nettement moindre qu'on ne l'avait projeté en novembre. En conséquence, l'économie canadienne tournera probablement un peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de 2001, ce qui donne à penser que des pressions à la baisse s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence durant le reste de l'année.

On s'attend, par conséquent, à ce que des pressions à la baisse s'exercent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de l'année.

La Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de 100 points de base au total, ce qui est compatible avec le maintien de l'inflation près de 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.

Dans le but de favoriser une accélération de la croissance de la demande globale au second semestre de 2001 et en 2002, la Banque du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à la date d'annonce préétablie du 23 janvier, de 50 points de base à celle du 6 mars et de 25 points de base à celle du 17 avril. Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du financement à un jour à 4,75 %. Ces interventions cadraient avec l'objectif de la Banque, qui est de maintenir l'inflation à moyen terme près du point médian de sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %.

La principale source d'incertitude au sujet de l'évolution de l'économie canadienne concerne le moment et la vigueur du redressement aux États-Unis. Même si la Banque prévoit une accélération marquée de l'activité aux États-Unis au second semestre de 2001 et de nouveaux gains à ce chapitre en 2002, la soudaineté et l'ampleur du ralentissement observé incitent à croire que le raffermissement de la demande globale dans ce pays pourrait se faire attendre.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent à la date d'annonce préétablie du 17 avril 2001.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre le milieu de la fourchette cible...

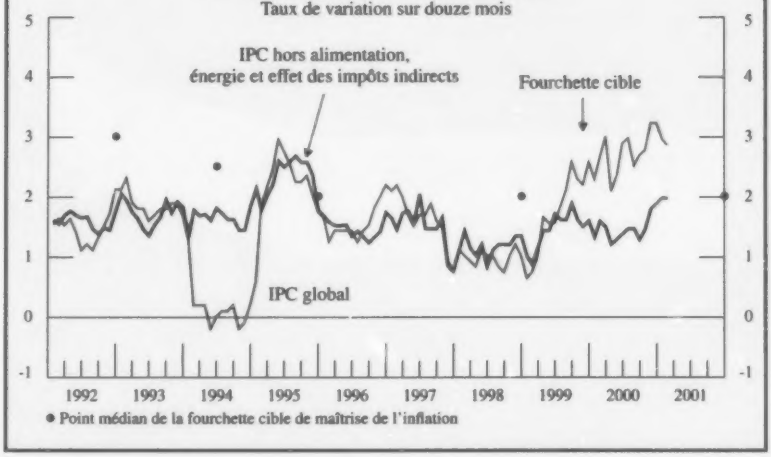
Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, qui était de 1,3 % en septembre dernier, s'établissait à 2,0 % en février, soit à un niveau légèrement supérieur à celui qui était prévu dans le *Rapport* de novembre (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se sont situées juste en deçà de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

La hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence qui a été observée depuis six mois touche toutes les grandes composantes de cet indice.

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



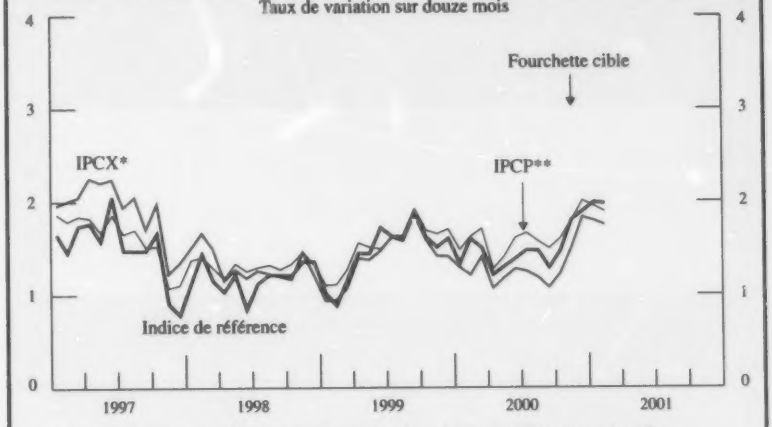
... alors que le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré près de 3 %.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté près de 3 % depuis l'automne, ce qui reflète les fortes majorations qu'ont subies les cours de l'énergie durant la dernière année. Bien que la montée des prix du mazout et de l'essence se soit ralentie au cours de cette période, l'insuffisance de l'offre de gaz naturel a entraîné un relèvement considérable des cours de l'énergie

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que les effets des impôts indirects sur les autres composantes.

** La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

en général[1]. Les prix des aliments, surtout ceux du bœuf, du porc et des légumes, ont aussi beaucoup augmenté depuis quelques mois.

Jusqu'à présent, les effets de première vague de la flambée des cours de l'énergie sur l'indice de référence sont demeurés faibles. Selon nos estimations, la hausse de l'indice attribuable à ce renchérissement s'est chiffrée à moins de 0,1 % au cours de la dernière année et s'est fait sentir surtout dans les tarifs du transport local et du transport aérien.

La poussée des cours des produits de base énergétiques au Canada entre la fin de 1999 et celle de 2000 contribue à expliquer la progression marquée qu'a connue durant la même période l'indice des prix en chaîne du PIB relativement à l'indice de référence (Graphique 3).

Après avoir diminué entre mai et octobre 2000, les prix des produits de base non énergétiques sont restés stables ces derniers mois (Graphique 4). Le ralentissement de la croissance économique mondiale a entraîné un nouveau recul des cours de certains métaux et de la pâte à papier, mais, par suite d'un raffermissement

1. En Alberta, la hausse des prix à la consommation du gaz naturel a été contenue, entre janvier et avril, grâce à un programme d'aide des autorités provinciales. En Colombie-Britannique, un crédit spécial du gouvernement de la province a limité l'augmentation des tarifs d'électricité entre février et avril, tandis qu'en Alberta, les remises accordées aux consommateurs par les pouvoirs publics aboutiront au même résultat pour toute l'année 2001. On estime que ces mesures ont fait baisser le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation pour l'ensemble du pays d'environ 0,3 point de pourcentage au premier trimestre de 2001.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre le milieu de la fourchette cible...

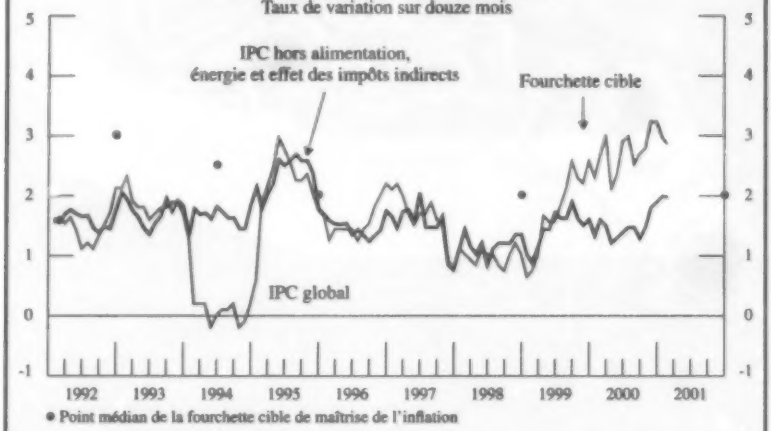
Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, qui était de 1,3 % en septembre dernier, s'établissait à 2,0 % en février, soit à un niveau légèrement supérieur à celui qui était prévu dans le *Rapport* de novembre (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se sont situées juste en deçà de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

La hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence qui a été observée depuis six mois touche toutes les grandes composantes de cet indice.

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



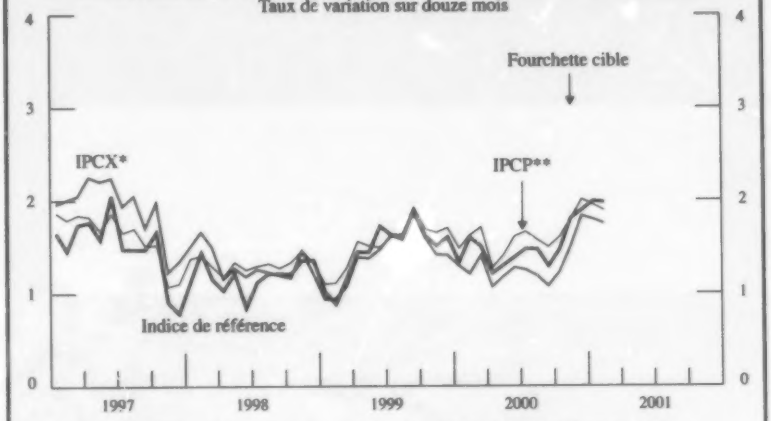
... alors que le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré près de 3 %.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté près de 3 % depuis l'automne, ce qui reflète les fortes majorations qu'ont subies les cours de l'énergie durant la dernière année. Bien que la montée des prix du mazout et de l'essence se soit ralentie au cours de cette période, l'insuffisance de l'offre de gaz naturel a entraîné un relèvement considérable des cours de l'énergie

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que les effets des impôts indirects sur les autres composantes.

** La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

en général[1]. Les prix des aliments, surtout ceux du bœuf, du porc et des légumes, ont aussi beaucoup augmenté depuis quelques mois.

Jusqu'à présent, les effets de première vague de la flambée des cours de l'énergie sur l'indice de référence sont demeurés faibles. Selon nos estimations, la hausse de l'indice attribuable à ce renchérissement s'est chiffrée à moins de 0,1 % au cours de la dernière année et s'est fait sentir surtout dans les tarifs du transport local et du transport aérien.

La poussée des cours des produits de base énergétiques au Canada entre la fin de 1999 et celle de 2000 contribue à expliquer la progression marquée qu'a connue durant la même période l'indice des prix en chaîne du PIB relativement à l'indice de référence (Graphique 3).

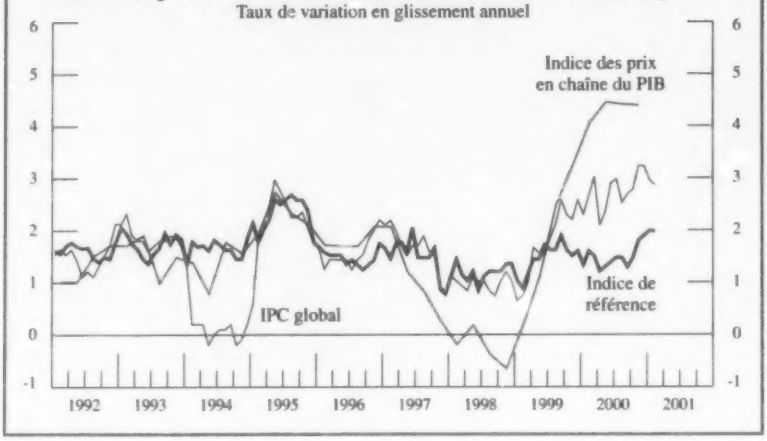
Après avoir diminué entre mai et octobre 2000, les prix des produits de base non énergétiques sont restés stables ces derniers mois (Graphique 4). Le ralentissement de la croissance économique mondiale a entraîné un nouveau recul des cours de certains métaux et de la pâte à papier, mais, par suite d'un raffermissement

1. En Alberta, la hausse des prix à la consommation du gaz naturel a été contenue, entre janvier et avril, grâce à un programme d'aide des autorités provinciales. En Colombie-Britannique, un crédit spécial du gouvernement de la province a limité l'augmentation des tarifs d'électricité entre février et avril, tandis qu'en Alberta, les remises accordées aux consommateurs par les pouvoirs publics aboutiront au même résultat pour toute l'année 2001. On estime que ces mesures ont fait baisser le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation pour l'ensemble du pays d'environ 0,3 point de pourcentage au premier trimestre de 2001.

Graphique 3

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

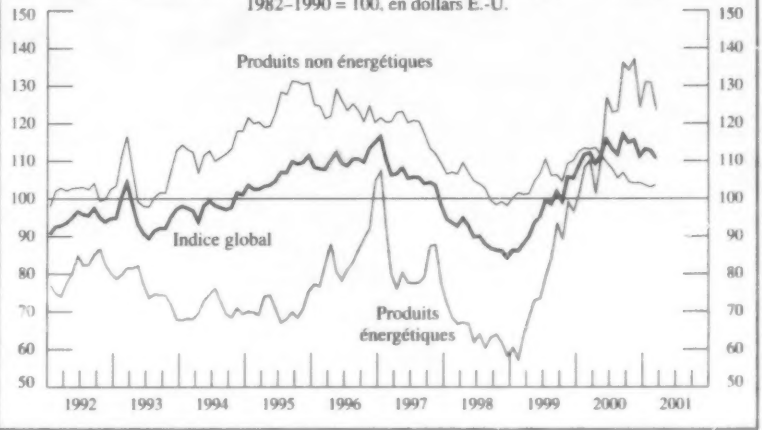
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 4

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982–1990 = 100, en dollars É.-U.



de la demande et d'un resserrement de l'offre en Europe (dû à l'épizootie de fièvre aphteuse), le prix du bétail s'est inscrit en hausse.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

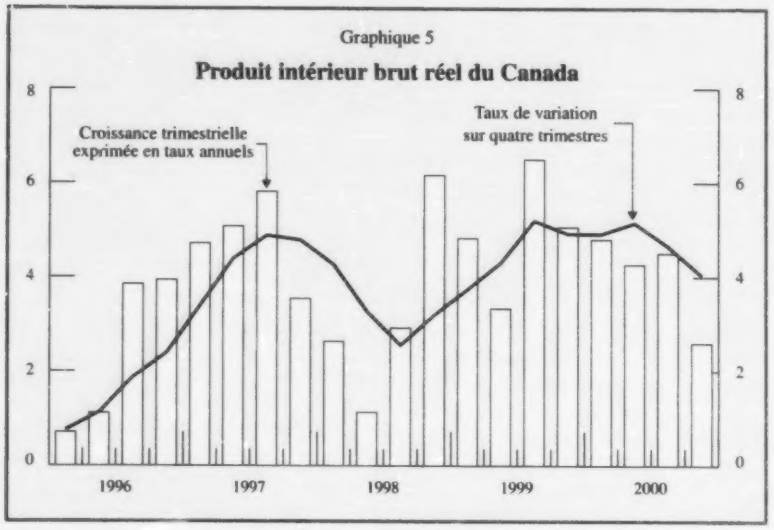
La demande globale

La croissance du PIB réel a décéléré au quatrième trimestre de 2000 et est restée modeste au premier trimestre de 2001.

L'expansion économique au pays a décéléré au dernier trimestre de 2000, principalement sous l'effet du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis. Le PIB réel du Canada n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel durant cette période, contre 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année (Graphique 5)[2]. À la lumière de la croissance inférieure aux prévisions enregistrée durant les trois derniers mois de 2000 et des révisions à la baisse apportées aux chiffres du PIB réel pour les trois premiers trimestres, on estime désormais que l'activité économique s'est accrue à un taux annuel moyen de 4,7 % en 2000, soit moins que les 5 % attendus au moment de la rédaction de la *Mise à jour* de février. Les données dont nous disposons à l'heure actuelle indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés en ce qui concerne la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

Graphique 5

Produit intérieur brut réel du Canada



2. D'après les calculs fondés sur l'indice de volume en chaîne de Fisher (voir la Note technique 3, p. 24), la progression de la production globale, qui était de 3,7 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2000, est tombée à 1,2 % au dernier trimestre.

10 Fr

de la demande et d'un resserrement de l'offre en Europe (dû à l'épizootie de fièvre aphteuse), le prix du bétail s'est inscrit en hausse.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

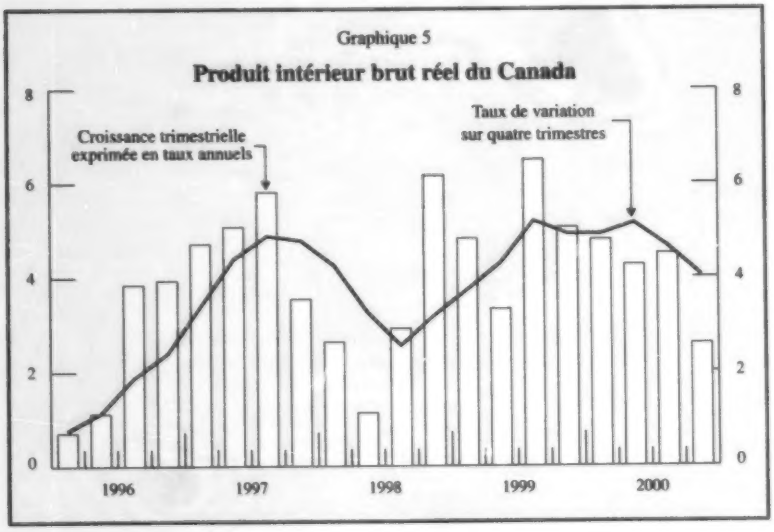
La demande globale

La croissance du PIB réel a décéléré au quatrième trimestre de 2000 et est restée modeste au premier trimestre de 2001.

L'expansion économique au pays a décéléré au dernier trimestre de 2000, principalement sous l'effet du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis. Le PIB réel du Canada n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel durant cette période, contre 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année (Graphique 5)[2]. À la lumière de la croissance inférieure aux prévisions enregistrée durant les trois derniers mois de 2000 et des révisions à la baisse apportées aux chiffres du PIB réel pour les trois premiers trimestres, on estime désormais que l'activité économique s'est accrue à un taux annuel moyen de 4,7 % en 2000, soit moins que les 5 % attendus au moment de la rédaction de la *Mise à jour* de février. Les données dont nous disposons à l'heure actuelle indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés en ce qui concerne la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

Graphique 5

Produit intérieur brut réel du Canada



2. D'après les calculs fondés sur l'indice de volume en chaîne de Fisher (voir la Note technique 3, p. 24), la progression de la production globale, qui était de 3,7 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2000, est tombée à 1,2 % au dernier trimestre.

Note technique 1

L'évolution récente de l'industrie automobile en Amérique du Nord

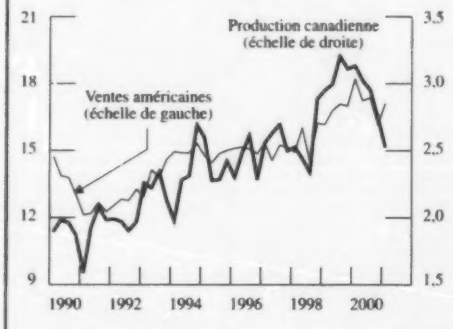
Les ventes de véhicules automobiles ont vivement augmenté aux États-Unis vers la fin des années 1990, sous l'impulsion de la demande refoulée et de la hausse des revenus des ménages. Dans ce contexte, l'évolution favorable des coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs et le fait que, résultat de décisions antérieures, les modèles assemblés dans les usines situées au Canada étaient très demandés ont permis aux fabricants de voitures canadiens de porter leur part du marché nord-américain (Mexique exclu) à environ 19 % (soit plus de trois millions d'unités) en 2000. Cette croissance s'est traduite par une progression de l'excédent commercial au titre des produits automobiles, qui est passé de moins de six milliards de dollars en 1990 à environ douze milliards (en termes réels). Durant la dernière décennie, quelque 50 000 emplois ont été créés dans l'industrie automobile; en 2000, celle-ci occupait à peu près 164 000 travailleurs. Au cours de la même période, la part de ce secteur dans le PIB réel du Canada s'est accrue de près de un point de pourcentage, pour atteindre 2,5 % environ.

Avec la hausse de notre part du marché nord-américain, l'industrie automobile canadienne est devenue plus vulnérable à un recul des ventes aux États-Unis. Par suite du récent ralentissement observé chez nos voisins du sud, elle a réduit la production de voitures et a annoncé une série de mises à pied à la fin de 2000 et au début de 2001. Ces mesures visaient à ramener les stocks à des niveaux plus normaux. La production de véhicules automobiles et de pièces détachées au Canada a chuté d'environ 23 % en taux annualisés au quatrième trimestre de 2000, et un autre repli marqué a été enregistré au premier trimestre de 2001. Toutefois, les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis ont été supérieures aux attentes durant le premier trimestre, ce qui a fait fortement baisser le ratio stocks/ventes. Par conséquent, la production dans ce secteur devrait se redresser quelque peu au Canada au cours du deuxième trimestre.

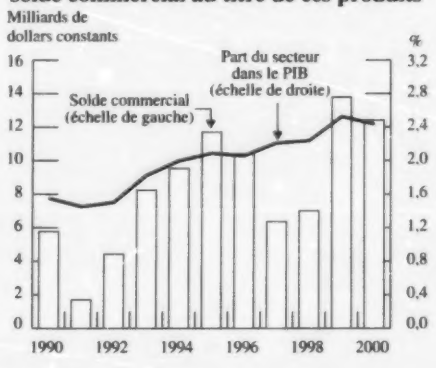
Il est néanmoins peu probable que les niveaux des ventes et de la production retrouvent leurs sommets antérieurs, une bonne part de la demande refoulée aux États-Unis ayant vraisemblablement été satisfaite. Les achats de véhicules automobiles au Canada devraient soutenir quelque peu l'activité économique durant le deuxième semestre de l'année, étant donné la différence entre les positions conjoncturelles des deux pays, les réductions d'impôt et l'âge moyen du parc automobile, qui est plus élevé ici qu'aux États-Unis. Cependant, leur incidence sur la production de véhicules au Canada devrait rester faible, étant donné que la plupart des automobiles assemblées au pays sont destinées au marché américain et que les Canadiens achètent surtout des voitures importées.

Production et ventes de véhicules automobiles

Millions d'unités



Fabrication de produits automobiles et solde commercial au titre de ces produits



Plus particulièrement, la production de véhicules automobiles a fléchi...

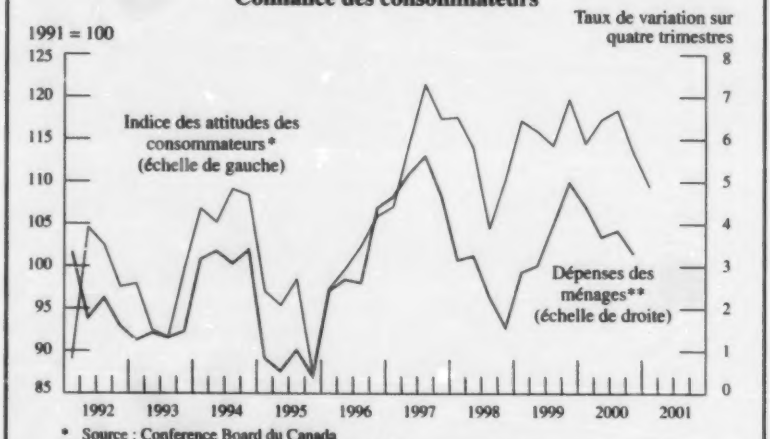
Le fléchissement qu'a accusé l'industrie automobile aux États-Unis a provoqué une baisse de nos exportations ainsi qu'une réduction de notre production dans ce secteur au quatrième trimestre de 2000 et au début de 2001, car les constructeurs canadiens ont commencé à rééquilibrer leurs stocks (Note technique 1). Cette situation a contribué à faire diminuer la production dans des industries connexes, comme celles de la première transformation des métaux et de la fabrication de pièces d'automobile. De plus, par suite du tassement marqué des dépenses des entreprises américaines en machines et matériel, la croissance des expéditions canadiennes à ce chapitre, dont celles de produits électroniques, s'est considérablement ralentie par rapport à la cadence particulièrement vigoureuse qu'elle affichait au premier semestre (Note technique 2). Préoccupés par le niveau élevé de leurs stocks, les fabricants canadiens de produits électriques et électroniques ont réduit leur rythme de production.

... et la fabrication de produits électriques et électroniques s'est ralentie.

Après avoir chuté durant les trois derniers mois de 2000, les dépenses des entreprises canadiennes en biens d'équipement, en particulier les machines et le matériel ayant une forte teneur en importations, dont les ordinateurs, semblent s'être raffermies. Pour leur part, les dépenses des ménages sont demeurées robustes à la fin de 2000 et au début de 2001, stimulées par les niveaux encore élevés de la confiance des consommateurs, la solide avance de l'emploi et les baisses d'impôt pratiquées par les gouvernements fédéral et provinciaux (Graphique 6).

Graphique 6

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

Plus particulièrement, la production de véhicules automobiles a fléchi...

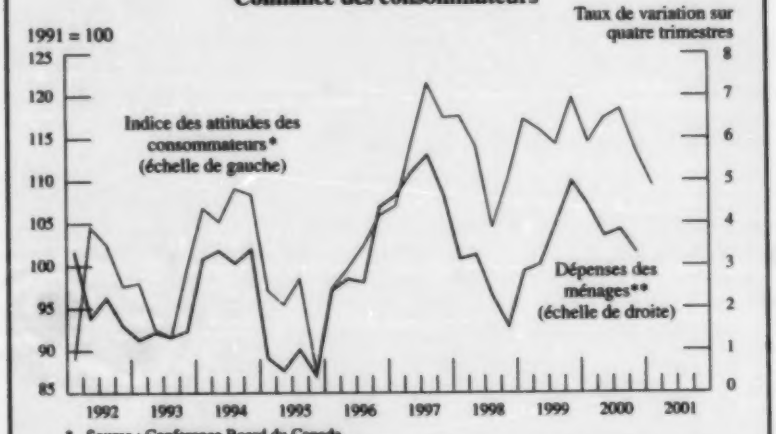
Le fléchissement qu'a accusé l'industrie automobile aux États-Unis a provoqué une baisse de nos exportations ainsi qu'une réduction de notre production dans ce secteur au quatrième trimestre de 2000 et au début de 2001, car les constructeurs canadiens ont commencé à rééquilibrer leurs stocks (Note technique 1). Cette situation a contribué à faire diminuer la production dans des industries connexes, comme celles de la première transformation des métaux et de la fabrication de pièces d'automobile. De plus, par suite du tassement marqué des dépenses des entreprises américaines en machines et matériel, la croissance des expéditions canadiennes à ce chapitre, dont celles de produits électroniques, s'est considérablement ralentie par rapport à la cadence particulièrement vigoureuse qu'elle affichait au premier semestre (Note technique 2). Préoccupés par le niveau élevé de leurs stocks, les fabricants canadiens de produits électriques et électroniques ont réduit leur rythme de production.

... et la fabrication de produits électriques et électroniques s'est ralentie.

Après avoir chuté durant les trois derniers mois de 2000, les dépenses des entreprises canadiennes en biens d'équipement, en particulier les machines et le matériel ayant une forte teneur en importations, dont les ordinateurs, semblent s'être raffermies. Pour leur part, les dépenses des ménages sont demeurées robustes à la fin de 2000 et au début de 2001, stimulées par les niveaux encore élevés de la confiance des consommateurs, la solide avance de l'emploi et les baisses d'impôt pratiquées par les gouvernements fédéral et provinciaux (Graphique 6).

Graphique 6

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

Note technique 2

La fabrication de produits électriques et électroniques aux États-Unis et au Canada

La croissance plus vigoureuse qu'ont connue l'activité économique et la productivité aux États-Unis au cours des dernières années est due en grande partie aux progrès remarquables des technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces rapides progrès ont donné lieu à de fortes baisses des prix réels des ordinateurs, des logiciels et du matériel de télécommunication, ce qui a favorisé une hausse considérable des investissements dans ces produits de haute technologie (Jorgenson et Stiroh, 2000).

Les fabricants canadiens de produits électroniques ont grandement bénéficié de l'essor des investissements en TIC sur le marché américain durant la dernière décennie. Ainsi, pendant cette période, la part des expéditions de matériel informatique et de télécommunication dans l'ensemble des exportations de biens et services a augmenté des deux tiers pour se hisser à près de 10 %. En outre, la part de la fabrication des produits électriques et électroniques dans le PIB du Canada a plus que doublé depuis 1990 et se chiffre maintenant à 2,3 %. Cette expansion de l'activité au Canada a été alimentée par l'accroissement des échanges bilatéraux de machines de bureau et de matériel de télécommunication, en particulier avec les États-Unis (Dion, 1999-2000). Au cours des douze mois qui ont pris fin au troisième trimestre de 2000, le volume des produits électriques et électroniques fabriqués au Canada s'est accru de près de 40 %; ce bond explique presque 16 % de la croissance du PIB au coût des facteurs durant cette période.

Cependant, la progression des investissements en ordinateurs et autre matériel informatique et de télécommunication a décéléré considérablement depuis le milieu de 2000. D'abord, le marché des ordinateurs personnels semble atteindre sa maturité, d'où un ralentissement marqué de son développement. Ensuite, un grand nombre d'entreprises de haute technologie aux États-Unis, notamment celles du secteur des télécommunications, se heurtent à des contraintes de financement et ont donc sabré dans leurs projets d'investissement. Ces facteurs ont donné un sérieux coup de frein à l'expansion dans l'industrie canadienne des produits électriques et électroniques au dernier trimestre de 2000, et celle-ci a réduit sa production au début de 2001. De fait, la croissance de la demande sur le marché américain et, dès lors, celle de l'activité dans cette industrie canadienne risquent de se maintenir durant le premier semestre de 2001 à un niveau bien inférieur à celui qu'elles affichaient ces dernières années.

Il reste que les perspectives d'une progression vigoureuse à long terme de la demande américaine de matériel informatique et de télécommunication demeurent prometteuses, compte tenu du rythme toujours rapide des progrès techniques dans ce domaine et des fortes réductions des prix réels de ces produits qui ne manqueront pas d'en découler. L'expansion des débouchés pour les nouveaux produits tels que les dispositifs de communication sans fil devrait aussi contribuer à une croissance robuste du marché. La grande capacité d'innovation de l'industrie canadienne, tout particulièrement dans le domaine des télécommunications, devrait aider à maintenir la position concurrentielle de cette dernière sur le marché américain à moyen terme. Il n'empêche qu'il est difficile de prévoir à quel moment la demande se redressera aux États-Unis.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Certains indicateurs semblent attester la présence d'une demande excédentaire au sein de l'économie à la fin de 2000...

Divers indicateurs étayent l'opinion selon laquelle les pressions s'exerçant sur les marchés des biens et services et du travail se sont intensifiées au cours des trois premiers trimestres de l'année dernière, et qu'il existait une demande excédentaire au sein de l'économie canadienne au second semestre. L'augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des taux salariaux durant les six derniers mois vient conforter cette opinion. En outre, les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie canadienne tournait un peu au-dessus de sa capacité à la fin de l'année (Graphique 7)[3]. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits non agricoles que publie Statistique Canada n'était que légèrement inférieure, au quatrième trimestre de 2000, au niveau qu'elle avait atteint à la fin des années 1980, époque où les capacités de production faisaient l'objet de fortes pressions. De plus, les taux d'inoccupation des logements et des immeubles à vocation commerciale sont en deçà des creux enregistrés à la fin des années 1980.

... mais des chiffres plus récents donnent à penser que les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont atténuées au début de 2001.

Cependant, des indicateurs plus récents incitent à croire que les pressions se faisant sentir sur l'appareil de production se sont atténuées au début de 2001. Compte tenu du ralentissement du rythme d'expansion, qui s'est établi en deçà de celui de la production potentielle, l'écart de production devrait se rapprocher de zéro au premier trimestre de 2001 selon les estimations. Le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a chuté au cours des derniers mois. De plus, les responsables des achats font état de raccourcissements des délais de livraison, et le niveau des stocks par rapport à celui des ventes a augmenté. Enfin, moins de pénuries de main-d'œuvre ont été signalées depuis décembre dernier, bien que des pressions à la hausse sur les salaires subsistent dans certains secteurs et pour certaines professions.

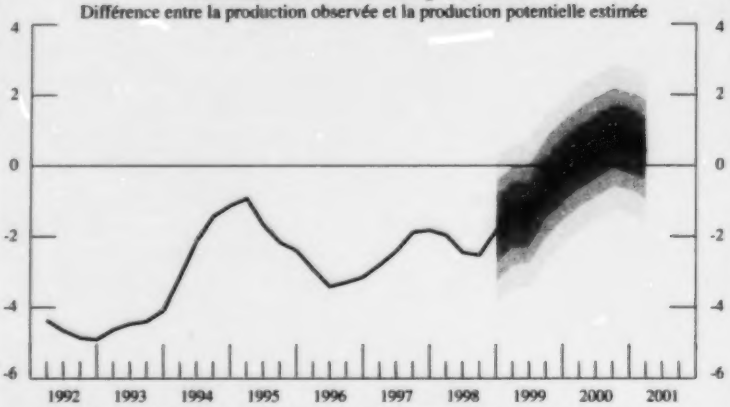
Somme toute, il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés que l'économie fonctionnait, à la fin de 2000, à pleine capacité sinon au-delà, mais que les tensions se sont atténuées au premier semestre de 2001.

3. Il faut préciser que l'estimation de l'écart de production effectuée à l'aide de la mesure économétrique de la Banque est toujours entachée d'une grande incertitude. Ceci est particulièrement vrai en période de mutation rapide sur les plans technologique et structurel.

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2001 se fonde sur un taux prévu de croissance de la production de 1,75 % pour ce trimestre.

Les pressions sur les coûts

La hausse des revenus du travail s'est nettement accélérée, s'établissant entre 3,25 et 3,75 %.

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et du revenu du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne s'est accéléré pour s'établir dans une plage variant entre 3,25 % et 3,75 % au cours du second semestre de 2000 et des premiers mois de 2001 (Graphiques 8 et 9). La hausse du revenu du travail par heure-personne pour ce secteur l'an dernier a été alimentée par le versement de primes exceptionnellement élevées. Par ailleurs, le tassement de l'expansion économique a entraîné un ralentissement considérable de la croissance de la productivité du travail au deuxième semestre de 2000, la production par heure-personne n'ayant progressé que de 0,7 % entre les quatrièmes trimestres de 1999 et de 2000 (Graphique 9).

La productivité du travail n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait, en glissement annuel, à environ 3 % à la fin de l'année.

En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se sont accrus, en glissement annuel, de 3,1 % au dernier trimestre de 2000.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

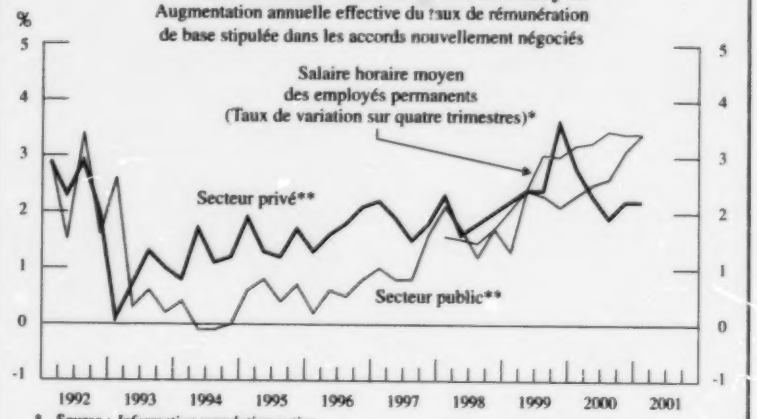
Souvent, les variations importantes des prix de l'immobilier, qui habituellement reflètent l'évolution des attentes d'inflation et de la croissance économique, précèdent des changements marquants de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les prix de l'immobilier n'ont affiché aucun mouvement de grande ampleur ces derniers temps. La hausse, en glissement annuel, du prix de

revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffrée à 4,4 % au quatrième trimestre de 2000, ce qui représente une légère diminution par rapport à la croissance observée à la fin de 1999. Le taux d'accroissement sur douze mois du prix des maisons neuves est resté à 2,4 % en février. Quant à l'augmentation enregistrée l'année dernière par les prix des immeubles non résidentiels à vocation commerciale, elle a été modérée et a dépassé quelque peu celle de 1999.

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : *Information population active*

** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à janvier 2001.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres

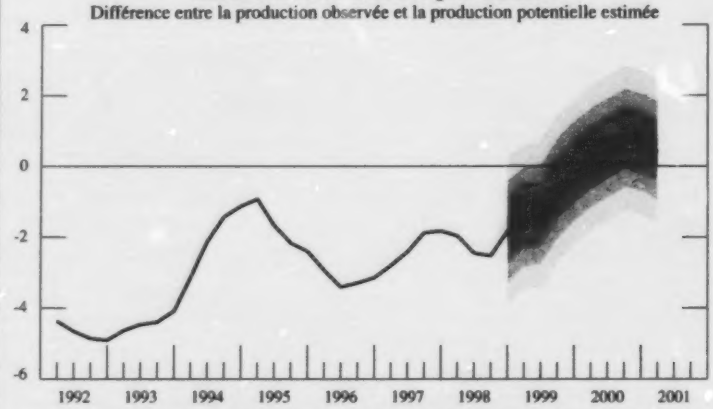
* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2001 se fonde sur un taux prévu de croissance de la production de 1,75 % pour ce trimestre.

Les pressions sur les coûts

La hausse des revenus du travail s'est nettement accélérée, s'établissant entre 3,25 et 3,75 %.

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et du revenu du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne s'est accéléré pour s'établir dans une plage variant entre 3,25 % et 3,75 % au cours du second semestre de 2000 et des premiers mois de 2001 (Graphiques 8 et 9). La hausse du revenu du travail par heure-personne pour ce secteur l'an dernier a été alimentée par le versement de primes exceptionnellement élevées. Par ailleurs, le tassement de l'expansion économique a entraîné un ralentissement considérable de la croissance de la productivité du travail au deuxième semestre de 2000, la production par heure-personne n'ayant progressé que de 0,7 % entre les quatrièmes trimestres de 1999 et de 2000 (Graphique 9). En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se sont accrus, en glissement annuel, de 3,1 % au dernier trimestre de 2000.

La productivité du travail n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait, en glissement annuel, à environ 3 % à la fin de l'année.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

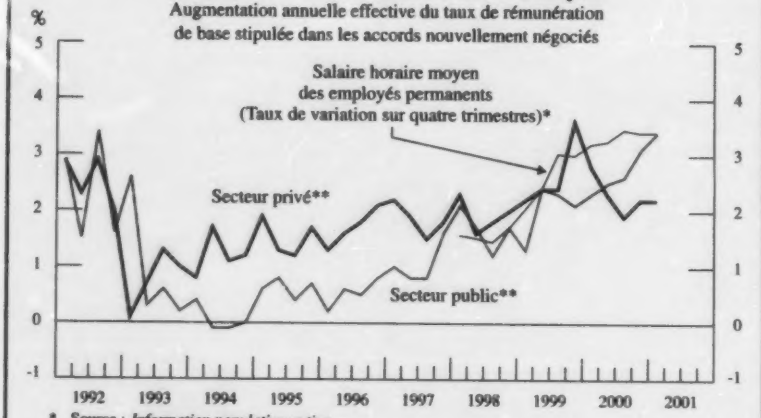
Souvent, les variations importantes des prix de l'immobilier, qui habituellement reflètent l'évolution des attentes d'inflation et de la croissance économique, précèdent des changements marquants de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les prix de l'immobilier n'ont affiché aucun mouvement de grande ampleur ces derniers temps. La hausse, en glissement annuel, du prix de

revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffrée à 4,4 % au quatrième trimestre de 2000, ce qui représente une légère diminution par rapport à la croissance observée à la fin de 1999. Le taux d'accroissement sur douze mois du prix des maisons neuves est resté à 2,4 % en février. Quant à l'augmentation enregistrée l'année dernière par les prix des immeubles non résidentiels à vocation commerciale, elle a été modérée et a dépassé quelque peu celle de 1999.

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



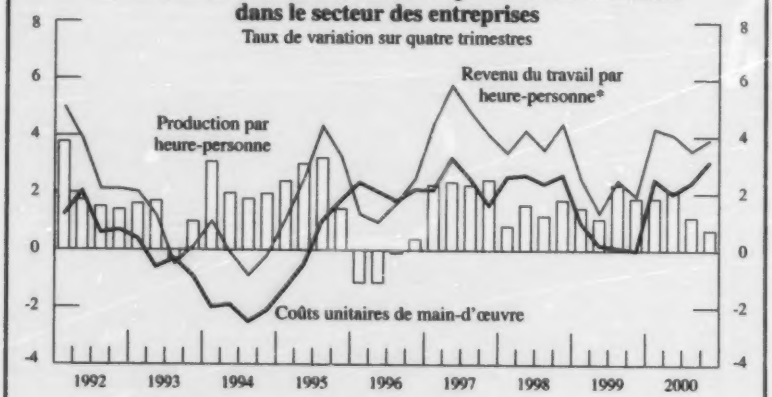
* Source : *Information population active*

** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à janvier 2001.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers

Annonces de modifications du taux officiel d'escompte depuis la parution du *Rapport* de novembre :

5 décembre — taux demeuré inchangé à 6,0 %

23 janvier — réduction de 25 points de base

6 mars — réduction de 50 points de base

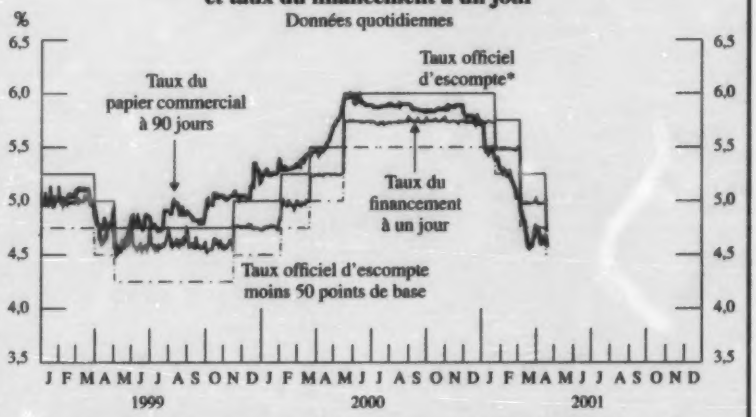
17 avril — taux abaissé de 25 points de base et ramené à 5,0 %

Depuis la parution du *Rapport* de novembre, le taux officiel d'escompte a été abaissé à trois reprises, de 100 points de base au total. Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'ampleur des réductions du taux directeur. En effet, le taux du papier commercial à 90 jours avait déjà diminué avant que la banque centrale n'intervienne (Graphique 10). Depuis novembre, ce taux a reculé d'environ 125 points de base pour s'établir aux alentours de 4,65 %, ce qui témoigne des attentes d'une baisse supplémentaire de quelque 25 points de base du taux officiel d'escompte d'ici la fin du deuxième trimestre. Aux États-Unis, les participants aux marchés financiers prévoient que le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale réduira encore d'environ 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin juin, après les 150 points retranchés depuis le début de l'année.

Graphique 10

Taux du papier commercial à 90 jours, taux officiel d'escompte et taux du financement à un jour

Données quotidiennes



* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Cette évolution peut s'expliquer par les attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada, mais elle est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période

d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

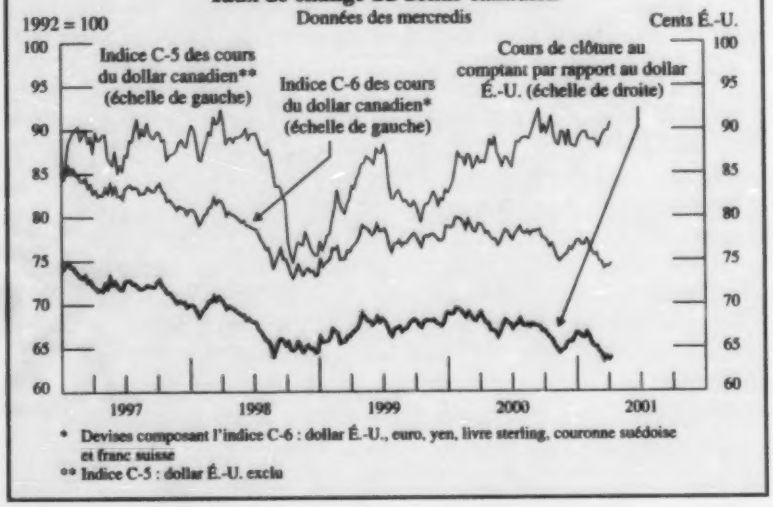
Le dollar É.-U. a affiché une grande vigueur par rapport à toutes les autres grandes monnaies, ce qui traduit l'incertitude qui règne sur les marchés.

Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, la situation observée dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macroéconomiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison principalement de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a diminué, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme toutefois par rapport aux autres grandes monnaies (Graphique 11).

Graphique 11

Taux de change du dollar canadien



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre (Graphique 12).

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers

Annonces de modifications du taux officiel d'escompte depuis la parution du *Rapport* de novembre :

5 décembre — taux demeuré inchangé à 6,0 %

23 janvier — réduction de 25 points de base

6 mars — réduction de 50 points de base

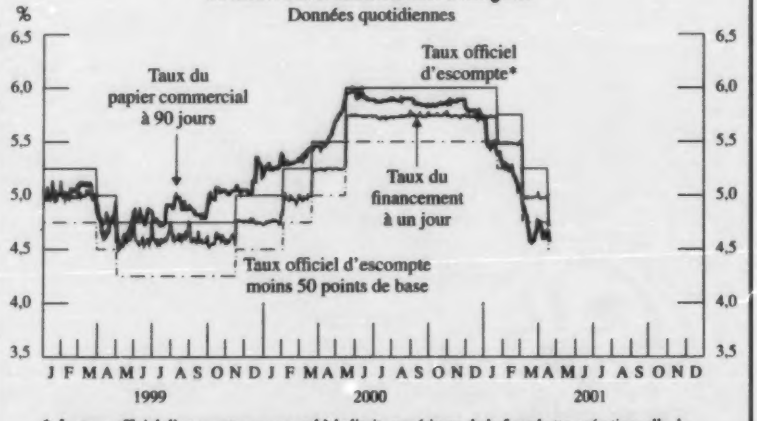
17 avril — taux abaissé de 25 points de base et ramené à 5,0 %

Depuis la parution du *Rapport* de novembre, le taux officiel d'escompte a été abaissé à trois reprises, de 100 points de base au total. Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'ampleur des réductions du taux directeur. En effet, le taux du papier commercial à 90 jours avait déjà diminué avant que la banque centrale n'intervienne (Graphique 10). Depuis novembre, ce taux a reculé d'environ 125 points de base pour s'établir aux alentours de 4,65 %, ce qui témoigne des attentes d'une baisse supplémentaire de quelque 25 points de base du taux officiel d'escompte d'ici la fin du deuxième trimestre. Aux États-Unis, les participants aux marchés financiers prévoient que le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale réduira encore d'environ 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin juin, après les 150 points retranchés depuis le début de l'année.

Graphique 10

Taux du papier commercial à 90 jours, taux officiel d'escompte et taux du financement à un jour

Données quotidiennes



* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Cette évolution peut s'expliquer par les attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada, mais elle est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période

d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

Le dollar É.-U. a affiché une grande vigueur par rapport à toutes les autres grandes monnaies, ce qui traduit l'incertitude qui règne sur les marchés.

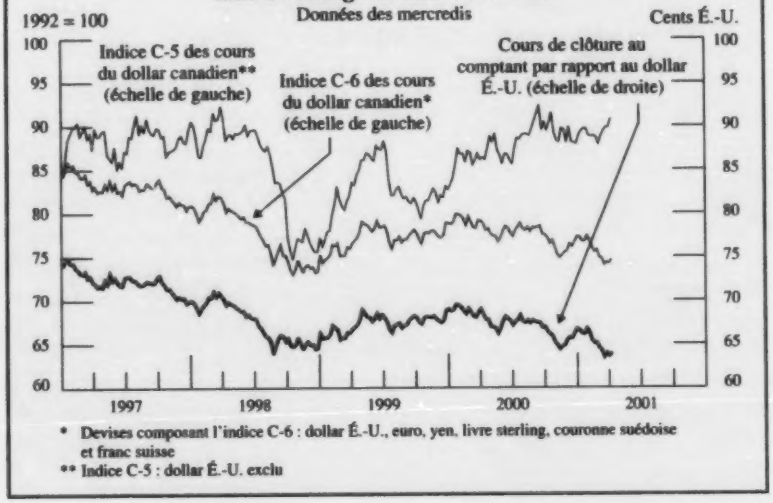
Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, la situation observée dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macroéconomiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison principalement de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a diminué, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme toutefois par rapport aux autres grandes monnaies (Graphique 11).

Graphique 11

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

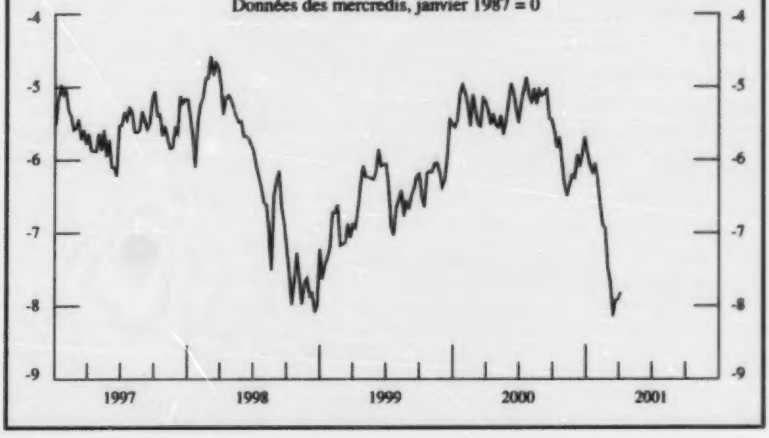
** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre (Graphique 12).

Graphique 12

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0



Les autres aspects de l'évolution financière

Les conditions financières se sont resserrées à la fin de 2000...

À la fin de 2000, un resserrement généralisé des conditions financières s'est opéré en Amérique du Nord. Sous l'effet de l'inquiétude grandissante des investisseurs quant aux perspectives de croissance de l'économie, les primes de risque se sont inscrites en hausse et les conditions du crédit se sont durcies, particulièrement aux États-Unis. Les rendements des obligations de sociétés — tant les titres moins bien cotés que les valeurs de premier ordre — ont grimpé. Le marché boursier a également été touché, la correction subie par les valeurs technologiques s'étant poursuivie.

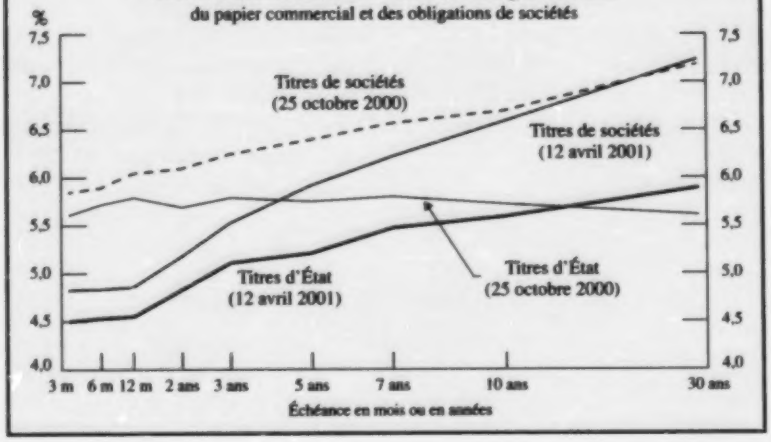
... mais elles ont donné des signes d'amélioration récemment.

Les conditions financières ont toutefois donné des signes d'amélioration récemment, dans la foulée notamment des baisses de taux pratiquées par la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada. Les marchés semblent généralement convaincus que les mesures de politique monétaire parviendront à limiter le ralentissement économique, comme en témoigne le rendement des obligations à moyen et à long terme du gouvernement canadien, qui a moins reculé que celui des obligations à court terme et a même augmenté dans certains cas (Graphique 13).

Graphique 13

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada

Taux de rendement des bons du Trésor, des obligations d'État, du papier commercial et des obligations de sociétés



Sous l'effet du resserrement passé des conditions financières, la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée au Canada ces derniers mois. De plus, en raison de l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques, les entreprises ont tendance à privilégier le financement à long terme, de sorte que les crédits à court terme accordés à ces dernières n'ont que faiblement progressé en janvier et février. En revanche, la croissance des émissions d'obligations s'est accélérée. Les investisseurs ont aussi délaissé les marchés boursiers au profit des obligations, ce qui a entraîné un fléchissement des taux de rendement obligataires. L'atonie des crédits à court terme aux entreprises pourrait s'expliquer aussi par le repli de la demande de financement attribuable au ralentissement des investissements en stocks et à la diminution du nombre de fusions et d'acquisitions.

Graphique 12

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

Les autres aspects de l'évolution financière

Les conditions financières se sont resserrées à la fin de 2000...

À la fin de 2000, un resserrement généralisé des conditions financières s'est opéré en Amérique du Nord. Sous l'effet de l'inquiétude grandissante des investisseurs quant aux perspectives de croissance de l'économie, les primes de risque se sont inscrites en hausse et les conditions du crédit se sont durcies, particulièrement aux États-Unis. Les rendements des obligations de sociétés — tant les titres moins bien cotés que les valeurs de premier ordre — ont grimpé. Le marché boursier a également été touché, la correction subie par les valeurs technologiques s'étant poursuivie.

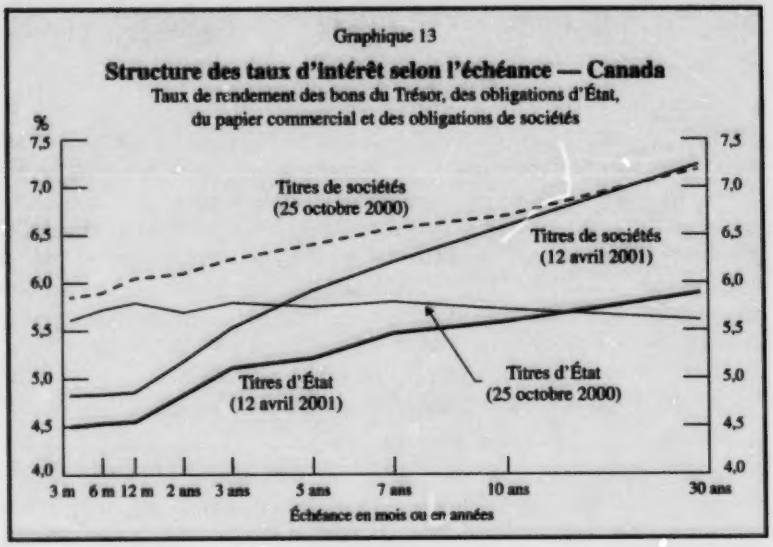
... mais elles ont donné des signes d'amélioration récemment.

Les conditions financières ont toutefois donné des signes d'amélioration récemment, dans la foulée notamment des baisses de taux pratiquées par la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada. Les marchés semblent généralement convaincus que les mesures de politique monétaire parviendront à limiter le ralentissement économique, comme en témoigne le rendement des obligations à moyen et à long terme du gouvernement canadien, qui a moins reculé que celui des obligations à court terme et a même augmenté dans certains cas (Graphique 13).

Graphique 13

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada

Taux de rendement des bons du Trésor, des obligations d'État, du papier commercial et des obligations de sociétés



Sous l'effet du resserrement passé des conditions financières, la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée au Canada ces derniers mois. De plus, en raison de l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques, les entreprises ont tendance à privilégier le financement à long terme, de sorte que les crédits à court terme accordés à ces dernières n'ont que faiblement progressé en janvier et février. En revanche, la croissance des émissions d'obligations s'est accélérée. Les investisseurs ont aussi délaissé les marchés boursiers au profit des obligations, ce qui a entraîné un fléchissement des taux de rendement obligataires. L'atonie des crédits à court terme aux entreprises pourrait s'expliquer aussi par le repli de la demande de financement attribuable au ralentissement des investissements en stocks et à la diminution du nombre de fusions et d'acquisitions.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

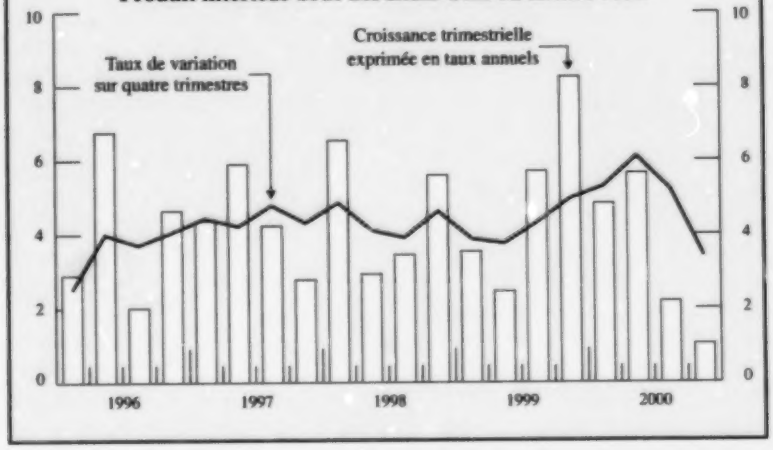
La conjoncture internationale

Les projections concernant la croissance économique mondiale ont été révisées à la baisse.

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, par suite du ralentissement de l'activité observé non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la plupart des autres régions du monde. Ainsi, le Fonds monétaire international prévoit maintenant que la production mondiale augmentera d'un peu plus de 3,0 % cette année, un taux inférieur d'un bon point de pourcentage à celui avancé l'automne dernier. On se souviendra que l'économie mondiale avait progressé de 4,8 % en 2000, de 3,4 % en 1999 et de 2,6 % en 1998 (au plus fort de la crise asiatique).

Graphique 14

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



Le ralentissement de l'économie américaine s'est avéré plus prononcé que prévu.

En novembre dernier, la baisse de régime attendue de l'économie américaine semblait enclenchée, en raison des relèvements antérieurs des taux d'intérêt et du renchérissement soutenu de l'énergie. En fait, cette décélération s'est avérée plus prononcée que prévu. Le taux d'expansion moyen aux deux derniers trimestres de 2000 n'a été que de 1,6 % (Graphique 14), soit moins du tiers de celui enregistré les deux trimestres précédents. Les investissements des entreprises ont régressé, consécutivement à la diminution des bénéfices, du resserrement des conditions du crédit[4] et du recul marqué du marché des actions. La chute des cours boursiers, le ralentissement de la progression de l'emploi et les prix élevés de l'énergie ont également entraîné un effritement de la confiance des consommateurs et un repli de la croissance des

4. Selon les résultats d'une enquête menée au début de mars auprès des responsables des prêts dans les banques américaines, les conditions d'accès au crédit se sont davantage resserrées pour les entreprises depuis le début de janvier. Les écarts de rendement entre les obligations des sociétés plus risquées et les autres obligations restent élevés, mais les rendements des obligations de sociétés en général ont diminué depuis la parution du *Rapport* de novembre.

-10

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

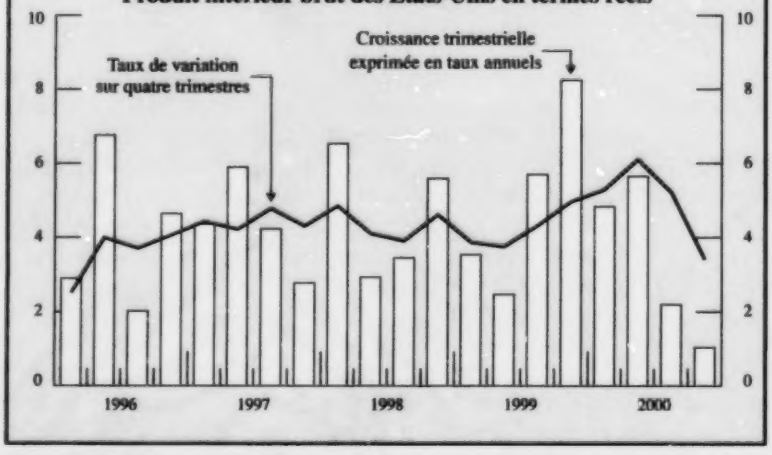
La conjoncture internationale

Les projections concernant la croissance économique mondiale ont été révisées à la baisse.

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, par suite du ralentissement de l'activité observé non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la plupart des autres régions du monde. Ainsi, le Fonds monétaire international prévoit maintenant que la production mondiale augmentera d'un peu plus de 3,0 % cette année, un taux inférieur d'un bon point de pourcentage à celui avancé l'automne dernier. On se souviendra que l'économie mondiale avait progressé de 4,8 % en 2000, de 3,4 % en 1999 et de 2,6 % en 1998 (au plus fort de la crise asiatique).

Graphique 14

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



Le ralentissement de l'économie américaine s'est avéré plus prononcé que prévu.

En novembre dernier, la baisse de régime attendue de l'économie américaine semblait enclenchée, en raison des relèvements antérieurs des taux d'intérêt et du renchérissement soutenu de l'énergie. En fait, cette décélération s'est avérée plus prononcée que prévu. Le taux d'expansion moyen aux deux derniers trimestres de 2000 n'a été que de 1,6 % (Graphique 14), soit moins du tiers de celui enregistré les deux trimestres précédents. Les investissements des entreprises ont régressé, consécutivement à la diminution des bénéfices, du resserrement des conditions du crédit[4] et du recul marqué du marché des actions. La chute des cours boursiers, le ralentissement de la progression de l'emploi et les prix élevés de l'énergie ont également entraîné un effritement de la confiance des consommateurs et un repli de la croissance des

4. Selon les résultats d'une enquête menée au début de mars auprès des responsables des prêts dans les banques américaines, les conditions d'accès au crédit se sont davantage resserrées pour les entreprises depuis le début de janvier. Les écarts de rendement entre les obligations des sociétés plus risquées et les autres obligations restent élevés, mais les rendements des obligations de sociétés en général ont diminué depuis la parution du *Rapport* de novembre.

dépenses de consommation. L'affaiblissement de la demande a amené les entreprises à réduire la production dans le secteur manufacturier, principalement dans les industries de l'automobile et de l'électronique (matériel informatique et de télécommunication), en vue de corriger les déséquilibres des stocks.

Un certain nombre de facteurs devraient contribuer à relancer l'activité aux États-Unis au second semestre de l'année.

De nouvelles techniques de gestion ont eu pour effet d'abaisser le niveau général des stocks depuis quelques années et ont aussi permis aux entreprises d'ajuster rapidement leur production lorsque ceux-ci affichent un excédent. On s'attend donc à ce que le tassement actuel de la production dans le secteur manufacturier soit d'assez courte durée et à ce que la croissance soit plus forte durant le second semestre de l'année et au début de 2002. De fait, la correction des stocks entreprise dans l'industrie automobile était très avancée à la fin mars. Parmi les autres facteurs qui devraient contribuer à relancer l'activité au deuxième semestre, mentionnons la baisse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt, qui devrait aider à rétablir la confiance des ménages et des entreprises. Toutefois, une faiblesse persistante de la confiance des consommateurs et des entreprises pourrait se traduire par un fléchissement de la dépense et ainsi retarder la reprise.

Dans l'ensemble, la Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %[5].

Alors que la reprise au Japon semble vaciller...

Au Japon, la reprise continue d'être entravée surtout par les problèmes que soulève la restructuration du secteur financier. Ces problèmes, combinés aux répercussions du ralentissement aux États-Unis, ont eu pour conséquence de réduire la croissance à près de zéro au second semestre de 2000, et l'on n'entrevoit qu'une faible progression de l'activité en 2001. Les grandes économies européennes, en revanche, affichent encore une bonne tenue, même si le rythme de l'activité s'est un peu ralenti, et l'on s'attend à ce qu'elles connaissent une expansion d'environ 2,5 % cette année. La croissance dans les pays à marché émergent a subi les contrecoups de l'essoufflement de l'économie américaine, notamment en Amérique latine et dans les économies asiatiques fortement tributaires de la fabrication de produits électroniques. De plus, la Turquie et l'Argentine sont toutes deux confrontées à des difficultés financières et travaillent de concert avec le FMI à la mise en œuvre de nouveaux trains de mesures.

... les économies de la zone euro et du Royaume-Uni continuent d'afficher un certain dynamisme.

Les cours du pétrole brut devraient se replier davantage au cours de l'année, à la faveur de la reconstitution des stocks et de l'affaiblissement de la demande occasionnés par la récente décélération de l'activité économique à l'échelle internationale. On prévoit également que les prix du gaz naturel baisseront dans les mois à venir par rapport aux niveaux élevés qu'ils affichent actuellement, vu le renouvellement attendu des stocks. Compte

5. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'accordent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

tenu du recul de la croissance de la demande mondiale, il est peu probable que l'on assiste à une hausse sensible des cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2001.

La demande et l'offre globales au Canada

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur un certain nombre de facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions d'impôt et l'assouplissement des conditions monétaires au pays.

On s'attend à ce que la dépense des ménages soit robuste...

Les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers, qui ont pris effet au début de l'année, ainsi que les baisses récentes des taux d'intérêt, devraient contribuer à alimenter une expansion relativement vigoureuse de la dépense des ménages. Il subsiste toutefois un risque que le ralentissement de la croissance de l'emploi et la chute des cours des actions observée dernièrement entament la confiance des consommateurs et freinent l'augmentation de la demande des ménages. Au début de 2001, cependant, le rythme des dépenses de consommation était toujours élevé.

... et à ce que les entreprises modèrent le rythme de leurs investissements.

On s'attend à ce que les entreprises modèrent la cadence de leurs investissements en 2001 et se concentrent sur des projets d'immobilisations leur permettant d'abaisser leurs coûts. Néanmoins, les investissements visant à accroître la capacité énergétique future du Canada devraient connaître une solide expansion durant l'année. On assistera sans doute à de nouvelles réductions des investissements en stocks au premier semestre de 2001, destinées à rééquilibrer les niveaux des stocks. La croissance des importations devrait également fléchir au cours de cette période, en raison principalement de gains limités au chapitre de l'ensemble des exportations et des investissements en machines et matériel.

Les exportations canadiennes devraient croître plus rapidement après le milieu de l'année.

On ne prévoit qu'une faible avance des exportations canadiennes au premier semestre de 2001, étant donné l'atonie anticipée de l'économie américaine et le maintien attendu des cours des produits non énergétiques à de bas niveaux. Plus particulièrement, les expéditions de produits automobiles vers les États-Unis risquent de chuter davantage durant la période, tandis que la croissance des exportations de matériel informatique et de télécommunication devrait diminuer considérablement. Les exportations canadiennes devraient progresser plus rapidement après le milieu de l'année, grâce à la reprise escomptée de l'économie américaine.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant l'accroissement du PIB réel cette année (en moyenne annuelle) ont été révisées à la baisse et se chiffrent maintenant à 2,4 %, ce qui est bien inférieur aux 3,5 % indiqués dans le *Rapport* de novembre[6].

6. Les prévisions concernant le taux d'accroissement du PIB réel en 2001 contenues dans le plus récent sondage mené par Consensus Economics varient entre 1,5 et 2,8 %. Cet écart, qui constitue un indicateur de l'incertitude entourant les prévisions, est beaucoup plus élevé que celui de l'automne dernier.

Pour 2002, les prévisionnistes tablent en ce moment sur une hausse du PIB réel de l'ordre de 3,3 %.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de février, les indicateurs économiques pour les six premiers mois de 2001 sont partagés; certains sont favorables et d'autres non. De façon générale, ils confirment le ralentissement prévu pour le premier semestre dans la *Mise à jour*. Il semble maintenant que la croissance économique durant cette période se chiffrera, en moyenne, entre 1,25 et 2,25 %. Au deuxième semestre, nous prévoyons que le rythme de progression de l'économie connaîtra une nette accélération pour se situer entre 2,5 et 3,5 %.

La production devrait augmenter de 2 à 3 % en 2001 et sa progression s'accentuer au second semestre.

Étant donné le profil de croissance anticipé aux premier et second semestres de l'année ainsi que la révision à la baisse des chiffres du PIB pour 2000, la Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'expansion économique pour 2001 (en moyenne annuelle), pour l'établir entre 2,0 et 3,0 %. En 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait être un peu plus élevé que celui attendu au deuxième semestre de 2001, et l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que nous évaluons à 3 %. On ne croit pas que ces prévisions seront touchées de façon sensible par l'adoption prochaine d'une nouvelle mesure du PIB (Note technique 3).

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les attentes d'inflation à long terme se situent encore près du point médian de la fourchette cible.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises qui ont été publiés à l'hiver révèlent que 52 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 15). Le taux d'augmentation de l'IPC global avancé en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé est de 2,4 % pour 2001 (le taux déjà anticipé à l'automne dernier) et de 2,1 % pour 2002. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,9 et 2,1 %, selon l'horizon considéré.

L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est élargi pour dépasser légèrement 2 % ces derniers mois (Graphique 16). Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés des obligations d'État, il demeure difficile de tirer des renseignements précis de cette mesure. L'écart de rendement ne laisse cependant pas entrevoir de changement notable des attentes d'inflation à long terme depuis la parution du *Rapport* de novembre.

Note technique 3

Les modifications prochaines de la mesure du PIB et leurs conséquences

Le 31 mai prochain, Statistique Canada délaissera la mesure du PIB réel dont elle se sert actuellement, et qui établit la valeur de la production aux prix de 1992, pour utiliser à la place les estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher. Selon la nouvelle formule, la croissance de la production est mesurée chaque trimestre au moyen de pondérations basées sur les prix du trimestre en cours et du trimestre précédent. Cette modification revêt une importance toute particulière dans le présent contexte, les prix du matériel informatique et de télécommunication ayant baissé rapidement ces dernières années cependant que la production connaissait un essor vigoureux. En pareilles circonstances, en effet, la mesure actuelle est portée à surévaluer la contribution des produits de pointe à l'augmentation du PIB. La nouvelle méthode adoptée permettra de mesurer plus précisément la croissance du PIB réel d'un trimestre à l'autre.

À compter du 31 mai également, Statistique Canada traitera tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements, et non comme des dépenses ordinaires ainsi qu'elle l'a fait jusqu'ici. Ce changement devrait donner lieu à de légères révisions à la hausse de la croissance mesurée du PIB réel, étant donné que les achats de logiciels ont progressé plus rapidement dans l'ensemble que le PIB réel.

Ces deux modifications auront pour effet de rendre la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain, laquelle repose sur l'indice de volume en chaîne de Fisher depuis 1996 et traite les achats de logiciels comme investissements depuis 1999.

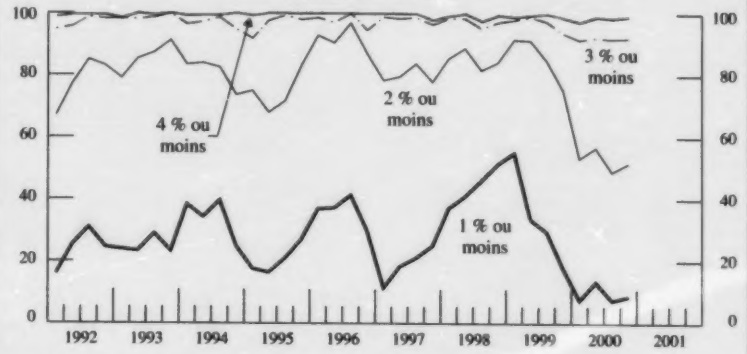
Depuis quelque temps déjà, Statistique Canada produit un indice de volume en chaîne de Fisher (mais sans inclure les achats de logiciels dans les investissements). D'après les calculs fondés sur les valeurs de cet indice, la croissance annuelle moyenne de la production globale a été de 4,1 % au Canada en 2000, au lieu de 4,7 % selon la mesure actuelle. L'écart exceptionnellement élevé entre les deux chiffres s'explique par la vigoureuse expansion du secteur de la haute technologie l'an dernier. La Banque s'attend à ce que l'écart soit moins prononcé cette année, en raison de la faiblesse que l'on observe dans ce secteur en réaction au ralentissement de la demande aux États-Unis. Elle prévoit en effet que la croissance moyenne du PIB réel pour 2001 calculée en utilisant l'indice de Fisher sera inférieure de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celle que l'on obtiendrait par la méthode actuelle. On croit toutefois que l'inclusion des achats de logiciels dans les investissements agira en sens contraire, de sorte qu'en définitive l'adoption de la nouvelle mesure ne devrait pas modifier de façon importante le taux de croissance projeté par la Banque pour cette année.

Les révisions qui seront apportées aux données chronologiques relatives à la production globale au Canada par suite de ces différents changements ne devraient pas non plus avoir beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que trace la Banque de l'écart de production estimé, du fait que les variations de la production seront compensées en gros par des modifications correspondantes de la productivité et de la production potentielle.

Graphique 15

Répartition des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

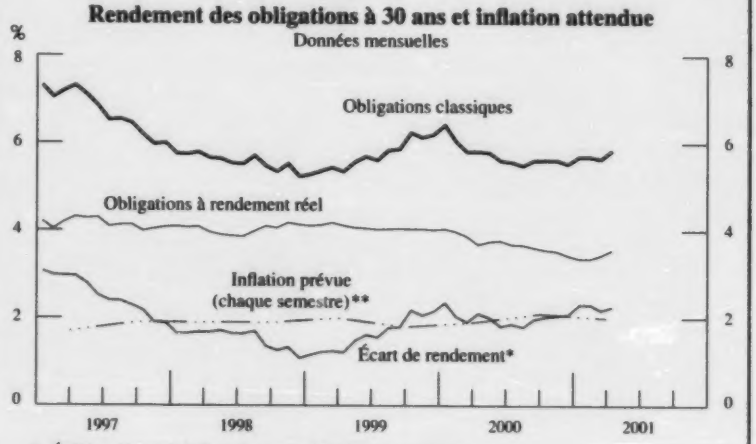


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 16

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

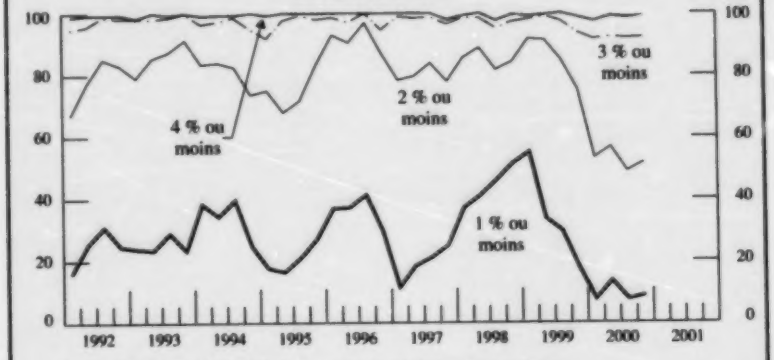
Les effets de première vague sur l'indice de référence de l'escalade qu'ont connue les cours du pétrole brut et du gaz naturel ces deux dernières années devraient exercer des pressions à la hausse sur l'inflation, bien que l'on s'attende à ce que ces effets soient faibles et s'étalent sur plusieurs années. Jusqu'à maintenant, les prix les plus touchés ont été les tarifs aériens et les coûts du transport local.

L'effet des fortes hausses antérieures des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer faible.

Graphique 15

Répartition des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

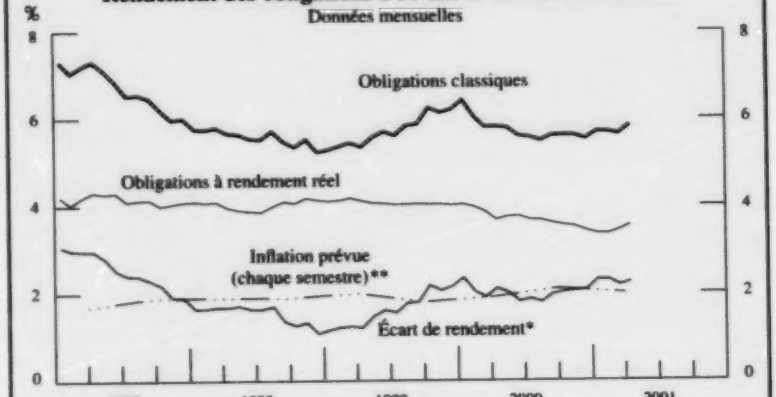


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 16

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets de première vague sur l'indice de référence de l'escalade qu'ont connue les cours du pétrole brut et du gaz naturel ces deux dernières années devraient exercer des pressions à la hausse sur l'inflation, bien que l'on s'attende à ce que ces effets soient faibles et s'étalent sur plusieurs années. Jusqu'à maintenant, les prix les plus touchés ont été les tarifs aériens et les coûts du transport local.

L'effet des fortes hausses antérieures des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer faible.

Cependant, les fluctuations des cours de ces matières premières continueront d'influer de façon importante sur les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, par le fait même, de l'IPC global. Si le cours du baril de pétrole brut demeure inférieur à 30 dollars É.-U. cette année, les prix de l'essence et du mazout pourraient tomber durant le deuxième semestre en deçà des niveaux enregistrés un an auparavant. Par contre, les prix à la consommation du gaz naturel et de l'électricité devraient être beaucoup plus élevés cette année qu'ils ne l'étaient en 2000.

La dépréciation qu'a subie le dollar canadien depuis le début de l'année dernière pourrait aussi pousser l'inflation à la hausse durant les dix-huit prochains mois. Toutefois, il est difficile d'évaluer ce risque, sachant que les mouvements marqués du taux de change survenus au cours des années 1990 ne semblent avoir eu que peu d'incidence sur l'IPC au Canada et dans bien d'autres pays industriels.

Malgré la baisse de régime dans certains secteurs, les conditions restent tendues sur les marchés du travail; ce facteur, conjugué à la très forte rentabilité des entreprises à la fin de l'an dernier, laisse présager pour l'avenir des taux d'augmentation salariale similaires ou légèrement supérieurs aux taux actuels. De plus, d'après les renseignements que les bureaux régionaux de la Banque ont obtenus auprès d'entreprises, on s'attend à ce que la croissance des salaires s'oriente à la hausse au cours des douze prochains mois. Comme les gains de productivité risquent d'être modestes en cette période de ralentissement économique, les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre demeureront sans doute relativement élevées durant le premier semestre de l'année.

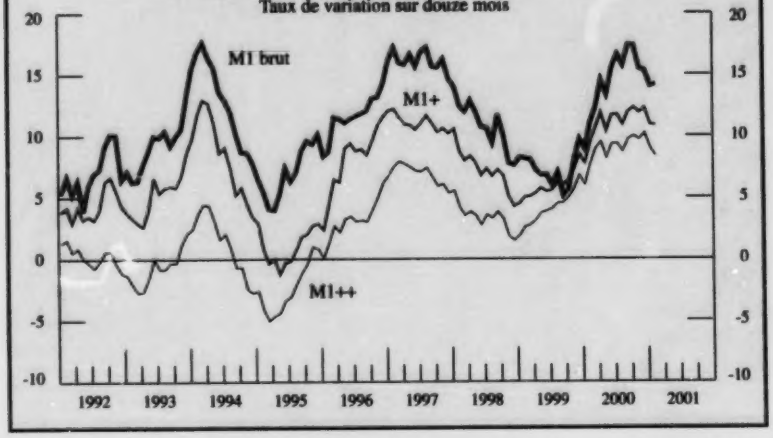
Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires

La progression des agrégats monétaires laisse présager un rythme d'expansion de la production et un taux d'inflation un peu plus élevés que ceux projetés par la Banque. Bien que la croissance des agrégats au sens étroit ait décéléré légèrement au cours des derniers mois, elle reste robuste (Graphique 17). En glissement annuel, M1 brut s'est accru d'environ 14 % en février, contre 11 % dans le cas de M1+ et 8 % pour M1++. Un certain nombre de facteurs spéciaux continuent de gonfler l'expansion de M1 par rapport à celle des encaisses de transaction. À l'heure actuelle, nous estimons que la croissance tendancielle se situe entre 6 et 8 %.

Graphique 17

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

Taux de variation sur douze mois

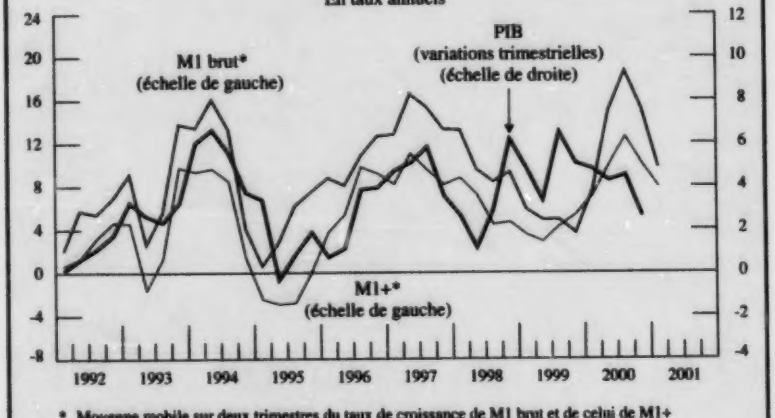


Si l'on en croit les modèles indicateurs fondés sur les agrégats au sens étroit, tout en tenant compte aussi des diverses distorsions qui entachent les données et du ralentissement de l'économie américaine, le taux de croissance du PIB réel sera d'environ 3 % en 2001 (Graphique 18).

Graphique 18

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+ réel

En taux annuels



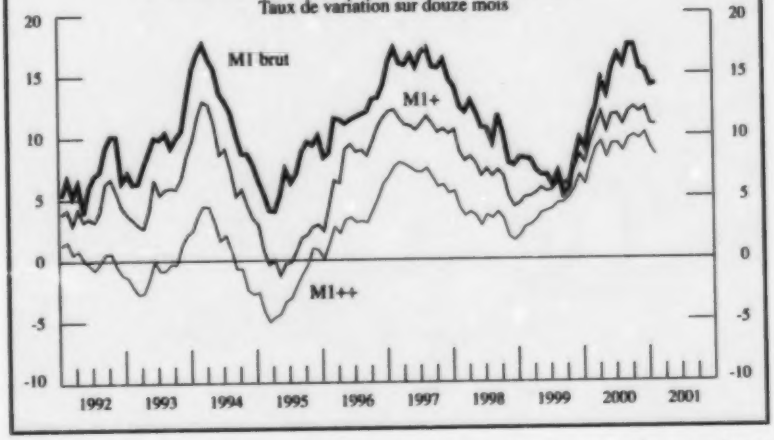
* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Le modèle basé sur la monnaie au sens étroit prévoit actuellement que le taux d'augmentation de l'indice de référence dépassera 2 % en 2001. Les projections établies à partir de l'agrégat au sens large M2++ font état d'un profil d'évolution similaire. La progression de cet agrégat a continué d'être stimulée par les sommes nettes versées dans les fonds communs de placement. La croissance de M2++ en glissement annuel se chiffre à environ 10 % (Graphique 19).

Graphique 17

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

Taux de variation sur douze mois

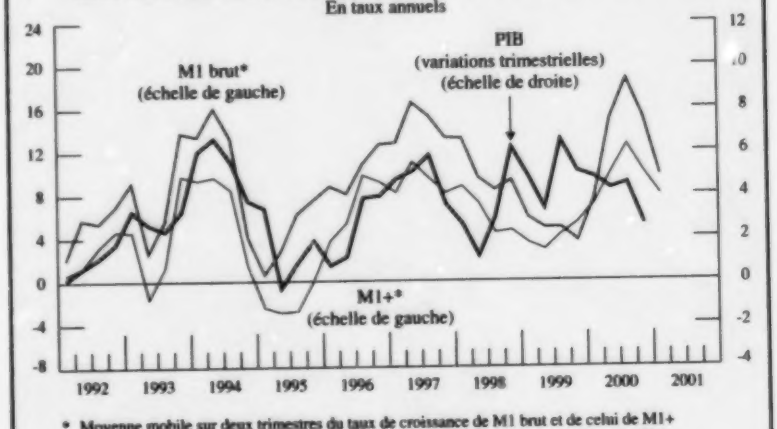


Si l'on en croit les modèles indicateurs fondés sur les agrégats au sens étroit, tout en tenant compte aussi des diverses distorsions qui entachent les données et du ralentissement de l'économie américaine, le taux de croissance du PIB réel sera d'environ 3 % en 2001 (Graphique 18).

Graphique 18

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+ réel

En taux annuels

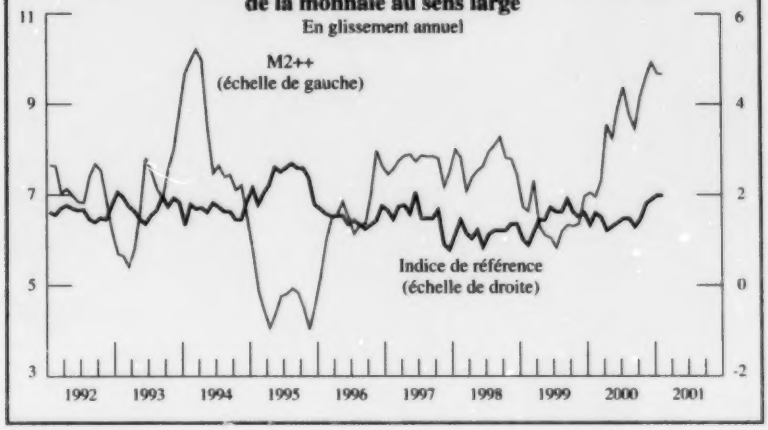


* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Le modèle basé sur la monnaie au sens étroit prévoit actuellement que le taux d'augmentation de l'indice de référence dépassera 2 % en 2001. Les projections établies à partir de l'agrégat au sens large M2++ font état d'un profil d'évolution similaire. La progression de cet agrégat a continué d'être stimulée par les sommes nettes versées dans les fonds communs de placement. La croissance de M2++ en glissement annuel se chiffre à environ 10 % (Graphique 19).

Graphique 19

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large



Les prévisions relatives à l'inflation

La résurgence anticipée d'une faible offre excédentaire au sein de l'économie devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe en moyenne légèrement au-dessous de 2 % durant le reste de l'année.

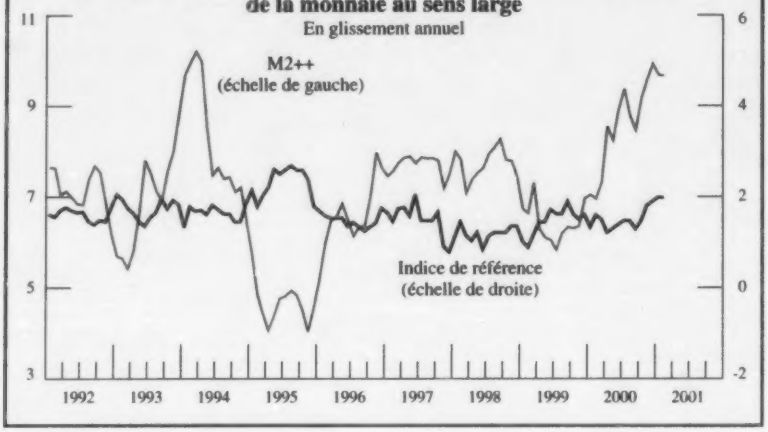
Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de celui-ci devrait remonter à 2 % vers la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

Graphique 19

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



Les prévisions relatives à l'inflation

La résurgence anticipée d'une faible offre excédentaire au sein de l'économie devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe en moyenne légèrement au-dessous de 2 % durant le reste de l'année.

Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de celui-ci devrait remonter à 2 % vers la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

5. CONCLUSIONS

La grande inconnue de l'heure pour les responsables de la conduite de la politique monétaire au Canada concerne l'ampleur du ralentissement actuel de l'activité, lequel est attribuable principalement à la conjoncture aux États-Unis.

La décélération de la croissance économique observée au Canada à la fin de l'année dernière et au premier semestre de 2001 a été plus prononcée que prévu, et les secteurs de l'automobile et de la fabrication de produits électriques et électroniques en particulier ont dû procéder à des ajustements importants. La Banque reste d'avis que ce fléchissement sera suivi d'une accélération de l'expansion au deuxième semestre et en 2002.

L'évolution économique et financière récente appuie ce point de vue. Les dernières données témoignent d'une poursuite de la croissance dans l'ensemble de l'économie. En outre, la tournure actuelle des événements vient conforter l'opinion voulant que la faiblesse associée à la correction des stocks se concentrera au premier semestre, que les entreprises continueront d'investir dans les nouvelles technologies et que l'assouplissement des conditions monétaires favorisera l'expansion de l'économie.

Sur la foi de la croissance escomptée de la production, la Banque prévoit l'apparition de certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait s'établir à un taux moyen légèrement inférieur à 2 % durant le reste de l'année. Les fortes hausses salariales observées récemment dans certains secteurs et certaines professions, si elles devaient commencer à se généraliser, pourraient toutefois contribuer à contrecarrer cette tendance. Comme l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 85-86.

_____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 85-87.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2001). *Indice de confiance des entreprises* (hiver).

_____ (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).

Consensus Economics Inc. (1991-2001). *Consensus Forecasts*, divers numéros.

Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.

Jorgenson, D. et K. Stiroh (2000). « Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 125-211.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique :
publications@banqueducanada.ca;
site Web : http:// www.banqueducanada.ca